



Continentalisation

Cahier de recherche 02-04

La balance des paiements américaine revisitée

Mesure et démesure de l'hégémonie financière américaine

GRÉGORY VANEL

MARS 2002



Université du Québec à Montréal
C.P. 8888, succ. Centre-ville,
Montréal, H3C 3P8

Tel : (514) 987 3000 # 3910
<http://www.ceim.uqam.ca>

GRUPE DE RECHERCHE SUR L'INTEGRATION CONTINENTALE
<http://www.unites.uqam.ca/gric>

Les opinions exprimées et les arguments avancés dans cette publication demeurent l'entière responsabilité de l'auteur-e et ne reflètent pas nécessairement ceux du Groupe de Recherches sur l'Intégration Continentale (GRIC) ou des membres du Centre Études internationales et Mondialisation (CEIM).

La décennie quatre-vingt-dix a été marquée par de nombreuses crises financières à travers le monde et par une volonté affichée de la part des institutions financières, tant nationales qu'internationales, de réformer le système financier international (SFI)¹. Cette volonté de construire une Nouvelle Architecture Financière Internationale (NAFI) traduit la nécessité de réguler plus efficacement ce que d'aucuns appellent la globalisation financière, c'est-à-dire la conjonction à la fois d'une forte ouverture financière dans la plupart des pays du globe, de nombreuses innovations financières, et l'apparition de nouveaux acteurs au sein du SFI.

Les analyses traditionnelles considèrent que l'apparition, durant la décennie quatre-vingt-dix, de ces crises financières, de nature auto réalisatrice dans les pays émergents, qui sont symptomatiques d'une libéralisation trop rapide des comptes de capital de ces pays là, a été l'élément moteur de la mise en place de cette NAFI². Le besoin d'une NAFI serait donc principalement issu de la périphérie du SFI, et non de son centre. Dit autrement, les risques de contagion vers d'autres pays, notamment les pays en développement qui ont libéralisé leur compte de capital, des crises financières récurrentes des années quatre-vingt-dix imposeraient la mise en place de digues et de protections sûres du SFI. On en resterait donc ici à une analyse technique du SFI et des instruments financiers, sans prendre en compte les évolutions financières nationales et leurs interactions.

Le problème de ce genre d'analyse est qu'il a du mal à rendre compte d'un élément déterminant dans l'évolution du SFI et des réformes le concernant, à savoir l'importance relative de l'évolution et des décisions des acteurs du centre du système (et notamment des États-Unis). Ne pouvons nous pas prendre en

¹ Nous utilisons SFI dans son acception large. En effet, en l'absence d'une monnaie mondiale les flux financiers internationaux ont toujours pour support une monnaie nationale, si bien que le taux de change de la monnaie support d'un flux financier international est forcément influencé par l'ampleur de ce flux. Il devient dès lors logique de mêler système financier et système monétaire internationaux.

² Pour une analyse très complète et très détaillée de ce type de démarche, voir EICHENGREEN (1999).

compte la trajectoire de l'économie des États-Unis, à travers l'analyse de sa balance de paiements ? On pourrait en effet voir très vite que les États-Unis n'ont pas du tout intérêt à ce que cette NAFI soit trop rigide et empêche la libéralisation des comptes de capital des pays émergents, c'est-à-dire l'entrée potentielle d'épargne sur le territoire américain. Du point de vue de l'économie politique internationale, notre propos est donc de montrer qu'il existe une hégémonie dans le système financier international (les États-Unis), et surtout que celle-ci a des préférences (de structure financière) qui sont parfois en contradiction avec les éléments de réforme du SFI. Cette hypothèse nous permettrait de comprendre en quoi certains éléments de réforme n'ont pas été adoptés alors qu'ils semblaient primordiaux pour bon nombre d'analystes du SFI.

Ce papier comporte trois parties, mais il est construit de manière à insister sur les problèmes de nature économique dans les deux premières, pour ensuite enchaîner sur des considérations liées à l'économie politique internationale. Comme cette étude insiste sur les aspects d'économie politique, nous pensons qu'il est nécessaire de se pencher au préalable sur l'étude empirique de la balance des paiements américaine. Cette mise en perspective historique de la balance des paiements américaine constituera la première partie du papier. Ensuite, nous aborderons une partie plus analytique dont l'objet est de comprendre la trajectoire des soldes de la balance des paiements américaine que nous aurons identifiés. Nous utiliserons pour cela un modèle comptable de base et montrerons que trois facteurs principaux peuvent être avancés dans cette compréhension. De cette analyse ressortira principalement le fait que la dynamique du taux d'épargne aux États-Unis détermine l'ampleur du déficit courant.

Enfin, la troisième partie, plus théorique, cherchera à analyser les mutations structurelles de l'économie américaine depuis la chute du régime de Bretton Woods. Nous verrons ainsi que le système monde s'est complètement renversé depuis la chute du régime de Bretton Woods, même s'il reste encore américano-centré, et deuxièmement que la nature du système économique américain s'est profondément modifiée durant cette même période ; ces deux aspects étant intimement liés. Aussi, nous pourrions voir que ces mutations posent des problèmes qui se répercutent alors dans la balance des paiements des États-Unis.

LA BALANCE DES PAIEMENTS AMÉRICAINES : ENTRE DÉSÉQUILIBRES CUMULÉS ET OUVERTURE INTERNATIONALE

Cette partie aborde l'évolution de la balance des paiements³ des États-Unis depuis les années soixante pour le haut et les années soixante-dix ou quatre-vingt pour le bas. Elle s'intéresse à l'historique des soldes et des comptes extérieurs des États-Unis du point de vue des tendances. Ainsi, l'analyse historique de longue période montre une forte tendance aux déséquilibres courants et commerciaux de la balance des paiements américaine associée à une ouverture économique sensible sur l'extérieur.

Ces déficits cumulés de la balance des transactions courantes deviennent un élément de polémique de plus en plus important aux États-Unis⁴. Nous allons essayer ici de caractériser la trajectoire de la balance des paiements des États-Unis. Nous aborderons d'abord la trajectoire à long terme des principaux soldes (solde courant, solde commercial et compte de capital). Ensuite nous verrons dans quelle mesure l'économie américaine s'est ouverte.

La trajectoire à long terme : une augmentation massive des déséquilibres.

D'une manière générale, l'évolution des soldes courant, puis commercial, montre une très forte tendance à l'augmentation des déficits. Cette tendance au déséquilibre se retrouve également dans le compte de capital, qui montre lui un afflux de capitaux étrangers aux États-Unis sur la période.

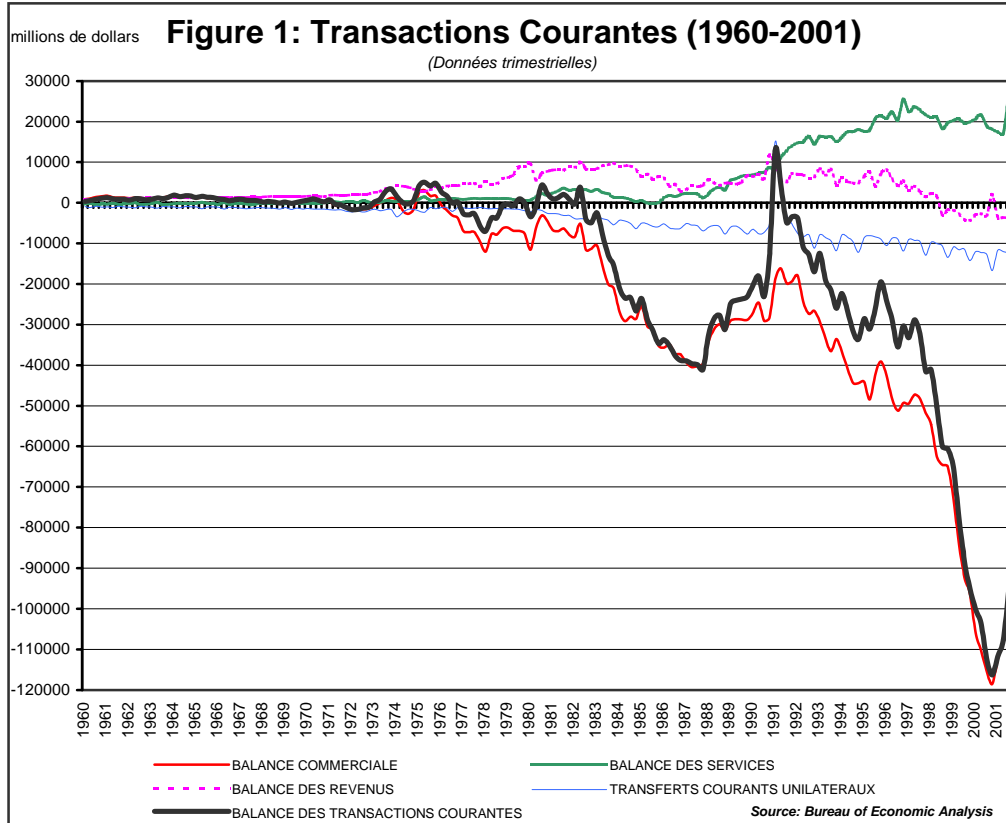
- Un déficit courant fortement lié au déficit commercial.

La figure 1, retrace l'évolution de la balance des transactions courantes (BTC) américaine depuis l'année 1960. La première caractéristique de cette évolution est qu'elle montre une très forte dégradation du solde courant. Celui-ci passe en effet du léger surplus dans les années soixante (entre 250 millions et 1,7

³ L'encadré 1, page suivante, donne un aperçu de la construction d'une balance des paiements.

⁴ L'étude de référence en la matière est celle de C.L. MANN (1999). Elle concerne la soutenabilité du déficit courant américain. Cette analyse n'est pas partagée par tous. Certains soulignent la non pertinence de la prise en compte des déficits commercial et courant des États-Unis. L'argument est que les firmes multinationales américaines vendent plus depuis leurs filiales à l'étranger que les firmes étrangères aux États-Unis à partir de leurs propres filiales. Voir par exemple QUINLAND & CHANDLER (2001).

milliards de dollars par trimestre) à un déficit record au troisième trimestre 2000 de 110 milliards de dollars, soit une multiplication par environ 400⁵. Ce déficit correspond à environ 4 % du PIB américain. En 2001, il tend à se réduire à partir du troisième trimestre, mais les données sont encore trop récentes pour conclure définitivement. La seconde grande caractéristique générale de cette évolution est qu'elle montre une très forte corrélation entre l'évolution du solde



courant et celle du solde commercial, tendant à faire penser que l'évolution du second détermine celle du premier.

Cette évolution n'a pourtant pas été constante et linéaire. On peut remarquer quatre phases (correspondant *grosso modo* aux quatre décennies étudiées, avec comme années charnières 1971, 1982 et 1991), les trois dernières phases montrant une accélération à la baisse du déséquilibre structurel associée à une amplification des fluctuations.

Durant les années soixante, on remarque que le solde courant⁶, comparativement à son évolution ultérieure, reste très proche de l'équilibre.

⁵ Voir à ce propos l'étude de LENZ (2000) pour une analyse sectorielle du déséquilibre du compte courant américain.

⁶ Le solde courant (balance des transactions courantes) est la somme du solde commercial (balance commerciale), du solde des services (balance des services), du soldes des transferts courants unilatéraux (ensemble des transferts de monnaie sans contrepartie, comme par exemple

CONSTRUCTION ET SIGNIFICATION DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

La balance des paiements est l'instrument à la base de la plupart des études empiriques et théoriques dont l'objet est l'économie internationale. Cet instrument, construit sur le principe de la comptabilité en partie double⁷, retrace, pour chaque année, l'ensemble des flux provoquant une entrée ou une sortie de monnaie d'une nation. C'est donc principalement un instrument permettant de mesurer l'insertion économique internationale d'une nation.

Traditionnellement, on distingue le "haut" de la balance des paiements du "bas". Le haut recense l'ensemble des flux dit réels, à savoir les flux commerciaux (de biens ou de services), les flux de revenus de facteurs et les transferts courants. Ces flux sont dits réels, non pas seulement en référence à leur nature, mais bien plus en référence au bas de la balance des paiements, dont les flux sont dits financiers (flux de capitaux à long terme et à court terme, variation des réserves de change et le poste ajustement statistique). On peut, à partir d'une balance des paiements, établir toute une série de soldes en cascade, les plus utilisés étant le solde commercial (BC), le solde des transactions courantes (BTC), et la balance de base (BB)⁸.

Cependant, l'étude de la balance des paiements d'une nation n'est pas sans poser certains problèmes délicats, malgré cette possibilité d'agrégation de soldes comptables. En effet, deux limites peuvent perturber l'étude d'une balance des paiements : d'abord, des limites liées à l'instrument statistique lui-même ; ensuite, des limites liées aux significations que l'on peut donner aux chiffres. Les limites statistiques proviennent principalement de trois éléments. Premièrement, la comptabilité en partie double rend mal compte de toutes les opérations à caractère unilatéral, comme les transferts sans contrepartie, engendrant ainsi des ajustements d'ordre technique. Ensuite, l'origine des sources d'information est différente entre le bas et le haut de la balance des paiements, si bien que souvent ces deux éléments ne correspondent pas. Il est donc devenu nécessaire de tenir compte de cette différence et de créer un poste ajustement. Enfin, on peut comptabiliser une opération de différente façon suivant les pays, notamment en raison du moment du paiement lié à une opération réelle par exemple.

Quant aux limites liées à la signification que l'on peut donner à la balance des paiements, deux registres d'idées sont à prendre en compte. Premièrement, c'est un instrument très rigide alors que l'activité économique évolue en permanence, si bien que des postes peuvent voir leur raison d'être disparaître et d'autres devenir non analysables du fait de leur structure. Deuxièmement, la question principale semble être celle de savoir si l'on cherche à analyser l'évolution interne de l'économie d'une nation à travers sa balance des paiements ou si l'on cherche simplement à comprendre la trajectoire comparée d'une nation par rapport à une autre.

Ici s'ajoute un troisième élément perturbateur, puisque le présent papier cherche à étudier la balance des paiements des États-Unis d'Amérique depuis les années soixante. Les États-Unis occupent une place prépondérante et particulière au sein de l'économie mondiale. Leur balance des paiements revêt ainsi une nature singulière. Il devient donc primordial de bien saisir les difficultés particulières de l'étude de la balance des paiements américaine.

l'aide publique) et enfin du solde des revenus de facteurs de production (dans le cas présent les revenus de facteurs sont les revenus du capital, à savoir les profits rapatriés par exemple).

⁷ Une balance des paiements est donc par construction équilibrée, même si certains semblent indiquer le contraire dans leurs commentaires en évoquant les déséquilibres de la balance des paiements. Par contre, les soldes intermédiaires peuvent être déséquilibrés.

⁸ Pour une présentation claire de la balance des paiements, voir DUFLOUX & KARLIN (1994) et pour une méthodologie de la construction et de la signification des différents éléments d'une balance des paiements, voir DUFLOUX & KARLIN (1994).

L'excédent trimestriel moyen est à ce titre de 890 millions de dollars. Concernant les éléments constitutifs du solde courant, on remarque d'une part que le solde des transferts courants reste déficitaire sur toute la période, avec en moyenne un déficit trimestriel de 1,25 milliards de dollars (même s'il a tendance à se renforcer légèrement), que d'autre part celui des services est très sensiblement négatif et tend même à devenir positif en fin de période (avec en moyenne 250 millions de dollars de déficit trimestriel), et qu'enfin le solde des revenus augmente structurellement, passant de 750 millions de dollars au premier trimestre 1960 à 1500 millions au dernier trimestre 1970, lié en cela à la stratégie d'internationalisation des firmes américaines, notamment en Europe.

La décennie soixante-dix voit quant à elle apparaître et s'intensifier l'instabilité du solde courant (variant entre plus et moins 6 milliards de dollars sur la décennie). Ceci s'explique en grande partie par l'instabilité du solde commercial, qui a pour point haut le deuxième trimestre de 1975 avec 3 milliards d'excédent, et pour point bas le premier trimestre de 1978 avec pour déficit 12 milliards de dollars. On évoquera à ce propos l'importance du premier choc pétrolier dans la dynamique du solde commercial américain. Les autres soldes suivent les tendances observées dans les années soixante, à savoir un renforcement continu à la baisse du solde des transferts courants (de moins 1.9 à moins 3.5 milliards de dollars), un décollage du solde des services (passant du strict équilibre en 1971 à plus de 2 milliards d'excédent trimestriel en 1981), et enfin une multiplication par quatre du solde des revenus de facteurs (c'est-à-dire du capital), passant de 2 milliards par trimestre en 1971 à plus de 8 milliards en 1981. Concernant ce dernier, on peut ajouter que ceci s'explique en grande partie par le fait que les firmes transnationales américaines sont désormais très implantées en Europe, et dans une moindre mesure ailleurs, ce qui explique l'importance des revenus qu'elles rapatrient.

À partir de 1982, on observe une très forte dégradation du solde courant, qui passe de l'équilibre au premier trimestre 1982 à moins 15 milliards de dollars au dernier trimestre 1990. Cette dégradation structurelle a été accompagnée d'une forte variation du solde courant, le point bas de la décennie étant de moins 40 milliards de dollars au dernier trimestre 1987. Cette forte dégradation du solde courant américain, associée à de fortes variations, s'explique exclusivement par le mouvement du solde commercial, les deux courbes étant presque identiques sur la période. On peut analyser ceci au regard de l'appréciation réelle du taux de change du dollar suite au changement de politique monétaire initié par Paul Volcker à la fin des années soixante-dix. Les autres courbes montrent en effet une stabilité du solde des transferts courants à moins 5 milliards de dollars par trimestre, une croissance du solde des services (passant de 4 milliards trimestriels en 1982 à 8 en 1990), et une stabilisation autour de 7 milliards du solde trimestriel des revenus de facteurs. En termes relatifs, le déficit courant américain représente moins de 1 % du PIB en 1981 contre 4 % en 1987, année où la tendance à la baisse cumulée s'inverse pour revenir à un équilibre de courte durée en 1991.

Enfin, après l'année atypique de 1991, caractérisée par un excédent courant record de 15 milliards de dollars au premier trimestre (suite aux transferts venus financer la guerre du golfe), la décennie quatre-vingt-dix montre un emballement des tendances de la décennie précédente. Le solde courant est en chute libre avec pour point bas les 110 milliards de la fin 2000, et montre une très nette accélération en 1998, suite à la crise asiatique (le déficit trimestriel courant y est alors de 40 milliards de dollars et le déficit annuel dépasse les 4 % du PIB à partir de cette date)⁹. Il suit en cela le solde commercial dont le montant est presque le même fin 2000. Le solde des services atteint sa vitesse de croisière avec un excédent trimestriel de 20 milliards de dollars à la fin de la décennie (ce qui traduit un point fort de l'économie américaine et explique la volonté des États-Unis de poursuivre la libéralisation des services)¹⁰ et le solde des transferts courants unilatéraux continue à se dégrader lentement, avec fin 2000 15 milliards de dollars de déficit. Un autre point marquant de cette décennie est l'inversion du solde des revenus de facteurs en 1998, expliquant pour une faible part la baisse plus forte du solde courant après cette date ; ceci signifie que des firmes transnationales étrangères sont désormais installées sur le territoire américain et rapatrient plus de profits que les firmes américaines implantées à l'étranger le font.

On peut donc dégager trois faits importants de cette courte description des tendances de long terme des soldes de la balance des transactions courantes américaine. D'une part, **le solde courant est fortement corrélé au solde commercial**, et ce depuis le début de la période. D'autre part, **le solde des services devient très rapidement structurellement excédentaire**, mais ne parvient à corriger le plongeon du solde commercial que très faiblement. Enfin, **les États-Unis ne rapatrient, en terme net, plus de revenus de facteurs** à partir de la moitié de la décennie quatre-vingt-dix.

- Le déficit commercial américain : une perte de compétitivité globale associée à d'amples fluctuations du solde des biens de capital.

L'étude des éléments constitutifs du solde commercial (tableau 1) montre que sa dégradation s'explique par celle du solde des biens de consommation et de celui de l'automobile, alors que ses variations s'expliquent plutôt par celles du solde des biens de capital.

⁹ On peut même remarquer que ce déficit est de très loin le plus important de l'ensemble des pays développés et est supérieur à l'ensemble des déficits des pays en voie de développement. Voir LENZ (2000, page 2-15). Le pays qui a le déficit courant le plus important après les États-Unis en 1999 est le Brésil avec 25 milliards de dollars. Voir ici COOPER (2001). Au niveau des excédents courants, le Japon est en tête en 1999 avec 107 milliards de dollars (en baisse cependant depuis 1993 [132 milliards de dollars]), suivie par la Corée (40 milliards en 1998) et la Chine (30 milliards en 1998). L'Union Européenne est en léger déficit depuis peu. Voir LENZ (2000, page 2-15).

¹⁰ Au niveau des services, en 1999, le poste Tourisme a un excédent annuel de 15 milliards de dollars, le poste Royalties de 25 milliards de dollars et le poste Autres de 48 milliards de dollars. Il y a aussi certains postes au niveau des services qui demeurent déficitaires (les Transports et les Services militaires). Voir Lenz (page 3-7).

Tableau 1 :
Ventilation par poste de la balance commerciale américaine

En milliards de dollars

Année	1975	1980	1985	1990	1995	1998
Alimentation	12	25	10	10	15	5
Biens de capital	-8	-20	-50	-10	-45	-30
Automobile	-4	-10	-35	-50	-55	-75
Biens de consommation	-7	-20	-50	-55	-85	-140

Source : MANN C.L(1999, figure 3.3, page 37)

On remarque en effet qu'entre 1975 et 1998 le déficit annuel des biens de consommation passe de 7 à 140 milliards de dollars, tandis que celui des automobiles est multiplié par 18, passant de 4 à 75 milliards de dollars. Le solde alimentaire reste stable sur la période, avec un pic de 25 milliards en 1980 et un creux de 5 milliards en 1998. Le solde des biens de capital fluctue fortement (moins 8 milliards en 1975, moins 50 en 1985 et moins 30 en 1998).

En 2000, les dix principaux partenaires commerciaux des États-Unis représentent 69 % des importations et 67 % des exportations¹¹. Les principaux exportateurs nets vers les États-Unis sont la Chine (83 milliards de dollars), le Japon (81 milliards de dollars) puis le Canada (52 milliards de dollars). Par contre le plus important surplus américain envers un autre pays est seulement de 12 milliards de dollars en 2000, envers les Pays-bas.

On peut donc conclure provisoirement que les mouvements du solde courant américain s'expliquent en grande partie par ceux du solde commercial, eux-mêmes fortement corrélés aux variations du solde des biens de capital. En revanche, l'augmentation structurelle du déficit courant s'explique plus par la dégradation du solde des biens de consommation et de celui de l'automobile (traduisant une perte de compétitivité de ces deux secteurs industriels américains) d'une part, et par l'inversion récente des transferts de revenus d'autre part, malgré une tendance de long terme à l'excédent pour le solde des services.

Ces éléments du haut de la balance des paiements ayant été analysés, nous pouvons maintenant aborder l'évolution du compte de capital américain dans le long terme. Nous attacherons ici plus d'importance aux deux dernières décennies, pour des raisons liées à l'accès aux données d'une part, mais surtout à leur ampleur d'autre part.

¹¹ Les dix pays sont dans l'ordre décroissant : Canada, Mexique, Japon, Chine, Royaume Uni, Allemagne, Corée du Sud, Taïwan, France et Singapour, les trois premiers représentant 63 % de l'ensemble des dix. Voir : www.census.gov/foreign-trade/top/index.html#top_partners.

- Le compte de capital américain : l'importance du financement à long terme, notamment en investissements de portefeuille.

Le solde du compte de capital de la balance des paiements d'une nation correspond à la contrepartie du solde de sa balance courante. Autrement dit, une nation ne peut avoir un déficit durable de son solde courant qu'à la condition que celui-ci soit "financé" par un excédent du compte de capital¹². Il est donc logique que la figure 2 montre une courbe de flux de capitaux nets exactement inverse de celle du solde courant, où les décennies quatre-vingt et quatre-vingt-dix sont des décennies d'afflux massifs de capitaux étrangers aux États-Unis, avec une moyenne annuelle de 90 milliards de dollars d'entrées pour la première et de 160 milliards de dollars pour la seconde.

Par contre, il est plus intéressant d'analyser la composition de ces entrées nettes de capitaux durant ces deux décennies, en tentant de savoir si des capitaux à court terme et à long terme lesquels viennent financer majoritairement le déficit courant d'une part, et d'autre part en analysant la composition de chaque type de flux net.

Premièrement, concernant le premier aspect de l'analyse, on remarque que durant les deux dernières décennies les capitaux à long terme comptent pour une grande part des entrées nettes de capitaux (86 %). Cette part a cependant fortement progressé durant la décennie quatre-vingt-dix, avec plus de 96 % des flux nets, contre 62 % durant la décennie quatre-vingt¹³. On assiste donc à un renforcement du financement à long terme du déficit courant américain depuis une vingtaine d'années. Ceci s'explique pour une très large part par le fait que la décennie quatre-vingt-dix est caractérisée par des sorties nettes de capitaux à court terme (pour 230 milliards de dollars), alors que la décennie précédente est plutôt caractérisée par des entrées nettes (250 milliards de dollars).

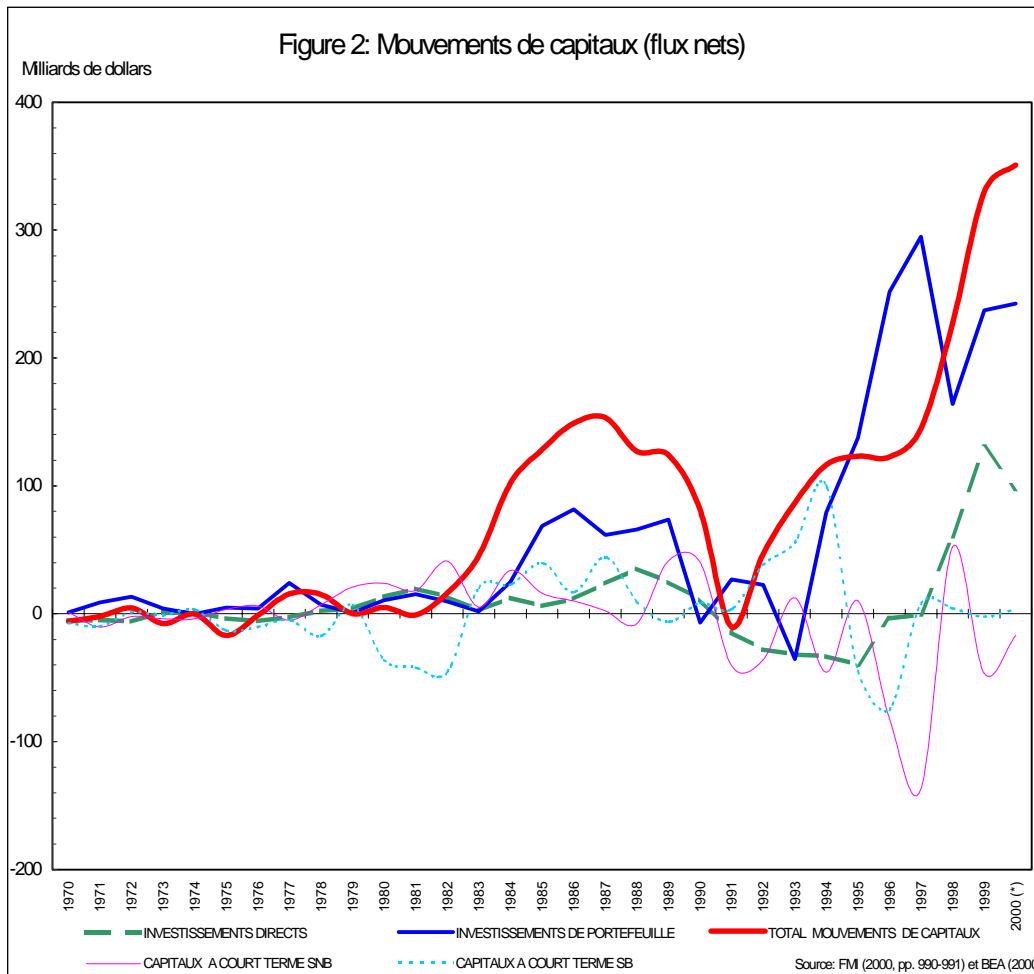
Deuxièmement, concernant chaque type d'entrées nettes, on remarque d'une part que les flux nets d'investissements de portefeuille (IDP) deviennent très largement majoritaires dans les flux de long terme, tandis que du côté des flux de capitaux à court terme, le secteur bancaire tend à devenir équilibré.

Les entrées nettes d'IDP sont en effet de 1830 milliards de dollars sur les vingt dernières années soit plus de 85 % du total des entrées nettes totales de capitaux longs, et dont près de 1400 milliards de dollars sur la seule décennie

¹² Le langage courant utilise le terme "financer", mais celui-ci est impropre. Il ne s'agit pas d'un financement au sens strict, c'est-à-dire d'une opération économique consistant en une avance de capital en vue de la production d'un bien ou d'un service ou de la revente d'un bien. Mais il s'agit plutôt d'une compensation comptable, l'ensemble des flux de monnaie sortants devant avoir une contrepartie comptable du fait de la comptabilité en partie double. On pourrait à ce titre utiliser le terme "compensation" pour désigner ceci.

¹³ Cette décennie est marquée par le "dialogue" financier des économies américaine et japonaise, en ce sens que les excédents courants de la seconde viennent financer à long terme les déficits courants de la première. Cette relation cesse au milieu des années quatre-vingt-dix. Voir à ce propos TASSO (1995).

quatre-vingt-dix. Ceci est encore renforcé par la division par quatre des entrées nettes d'investissements directs entre la décennie quatre-vingt (310 milliards de dollars) et la décennie quatre-vingt-dix (seulement 150 milliards de dollars d'entrées nettes)¹⁴. En y regardant de plus près¹⁵, on remarque aussi que ces entrées nettes d'IDE sont en grande majorité dues à des entrées nettes de créances (achats d'obligations, achats de bons du trésor) en accélération dans les années quatre-vingt-dix (on passe de 17 milliards en 1990 à 213 milliards de dollars d'entrées nettes en 1998), alors que du côté des titres de participation on passe de 23 milliards de dollars d'entrées nettes en 1990 à des sorties nettes de 34 milliards de dollars en 1998.



Du côté des entrées nettes de capitaux à court terme, la tendance semble être à la stabilisation des fluctuations des entrées nettes de capitaux d'origine bancaires et à l'amplification des variations d'entrées nettes de capitaux à court terme du secteur bancaire. Ceci veut dire que le financement de court terme est de plus en

¹⁴ Ceci ne signifie pas que les flux d'IDE sont très nettement inférieurs aux flux d'IDP, mais simplement que les premiers sont mieux équilibrés que les seconds. Nous verrons toutefois dans la troisième partie que du point de vue de la structuration de l'économie internationale cela a toute son importance.

¹⁵ Notamment dans FMI (2000, pp. 991).

plus tributaire des variations du second, mais que la non-monétisation de ce financement de court terme est un gage de sécurité.

Pour nous résumer, nous pouvons donc affirmer que la tendance de long terme du compte de capital américain est à l'augmentation des entrées nettes de capitaux à long terme, elles-mêmes expliquées par le formidable afflux d'investissements de portefeuille, eux-mêmes consécutifs à des entrées nettes massives de titres de créance. L'étude de long terme des soldes de la balance des paiements américaine montre donc d'une part une augmentation très forte des déficits du haut avec une hausse tout aussi forte des excédents du bas, excédents qui semblent de moins en moins risqués, la maturité des titres augmentant. Mais qu'en est-il quant à l'ouverture internationale des États-Unis ?

Une ouverture progressive de l'économie américaine.

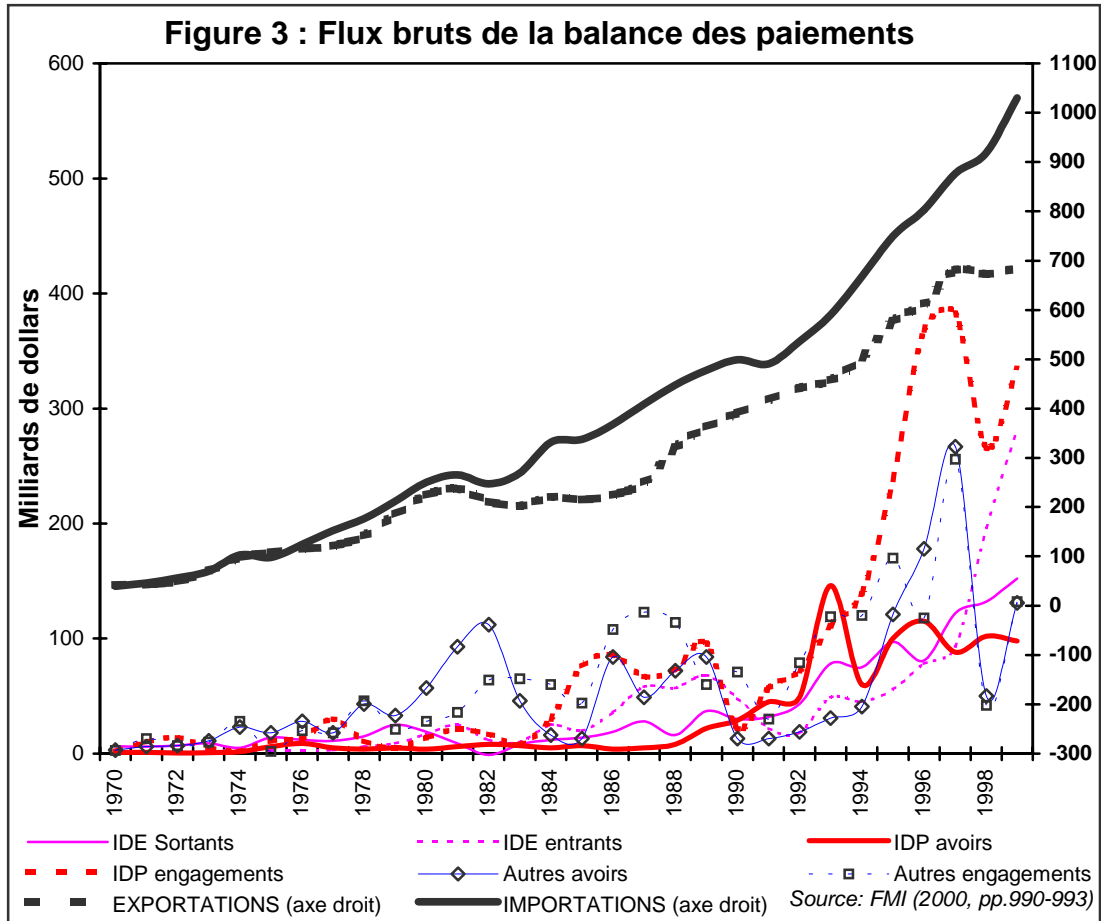
L'économie américaine a connu une formidable ouverture depuis les années soixante-dix. Cette ouverture se vérifie d'une part par la hausse quasi continue de la valeur de la plupart des flux bruts de la balance des paiements. Elle se vérifie aussi en termes relatifs, quand on compare ces chiffres avec l'évolution du PIB américain, même si elle apparaît alors moins marquée.

La figure 3 retrace l'évolution des flux bruts de la balance des paiements américaine. Sur ce graphique les courbes en pointillé correspondent à des entrées de monnaie, alors que les courbes pleines correspondent à des sorties de monnaie. On remarque d'emblée que ces flux ont pour la plupart très fortement augmenté depuis le début de la décennie soixante-dix. Cette augmentation n'a pourtant pas été la même pour tous les flux. Les flux du haut de la balance des paiements (ici les exportations et les importations de marchandises [échelle de droite]) ont en effet augmenté beaucoup moins vite que ceux du bas, même si leur valeur demeure nettement supérieure.

Les flux réels ont fortement augmenté depuis le début des années soixante-dix. Pour ce qui concerne les exportations, on passe d'un flux annuel de 42 milliards de dollars en 1970 à un flux de 685 milliards en 1999, soit une multiplication par 16. De même pour ce qui concerne les flux d'importation, ceux-ci sont multipliés par 26 sur la même période, et passent de 39 milliards à 1030 milliards de dollars en 1999. Cette croissance a été très régulière durant les quatre décennies, même si on remarque une très forte accélération durant la dernière, avec une multiplication par deux pour les importations qui sont à 500 milliards de dollars en 1991, et une multiplication par 1.6 des exportations, qui sont à 420 milliards en 1991. La croissance des importations est toutefois plus soutenue du fait de sa marche plus régulière, les exportations empruntant un sentier en forme d'escalier, avec des pauses en 1982 et en 1998 par exemple.

Pour ce qui est des flux financiers, on remarque que ceux-ci ont augmenté beaucoup plus vite. Les IDE sont multipliés par 23 pour les entrants (passant de 6.5 à 152 milliards de dollars sur la période) et par 280 pour les sortants (de 1 à

282 milliards). De même les flux d'IDP sont multipliés par 100 pour les avoirs (de 1 à 98 milliards) et par 170 pour les engagements (de 2 à 335 milliards de dollars). Les autres flux financiers suivent la même tendance et sont multipliés par 44 pour les avoirs et par 50 pour les engagements. Au bout du compte, les flux financiers entrants sont donc beaucoup plus importants que les flux sortants, et confirment les tendances des soldes nets.



Mais à côté de cette augmentation plus rapide que celle des flux réels, on remarque une forte irrégularité dans cette augmentation. Dans les années quatre-vingt les autres flux financiers (monétaires ou à court terme pour la plupart) sont beaucoup plus volatiles que les autres, alors qu'à partir de la fin des années quatre-vingt la volatilité des flux d'IDP augmente. Ainsi, le pic pour les deux flux réels est en 1999, mais c'est en 1997 pour les Autres flux et pour les flux d'IDP entrants, et en 1993 pour les flux d'IDP sortants. Seuls les flux d'IDE ont le même comportement que les flux réels et ont un pic en 1999.

Cette description succincte des grandes tendances des flux bruts de la balance des paiements nous montre donc que l'économie américaine s'est fortement ouverte en termes bruts. Il apparaît toutefois que cette ouverture est à relativiser dès lors que l'indicateur est confronté à la croissance du PIB.

Comme le montre le tableau 2, le taux d'ouverture américain a été multiplié par 2.5 (passant de 7.8 % à 18.6 % du PIB), avec une ouverture beaucoup plus forte pour les importations que pour les exportations. Cette ouverture est certes importante, mais elle l'est beaucoup moins que celle de certains pays européens par exemple, qui ont des taux d'ouverture de près de 40 %. De plus, on remarque que sur cette période la plus grande part de cette ouverture s'est effectuée dans les années soixante-dix (avec une ouverture de 17 % en 1980), et qu'ensuite le taux fluctue entre 14 % et 18 %. Ceci doit pourtant être nuancé, car ces fluctuations s'expliquent majoritairement par celles du taux d'exportation, le taux d'importation augmentant plus régulièrement.

En ce qui concerne l'ouverture du compte de capital américain, on voit que celle-ci est très forte (on passe de 1.6 % du PIB en 1970 à 12.2 % en 1999). Mais cette ouverture demeure moins forte que celle du haut de la balance des paiements. Par contre, cette ouverture du compte de capital a eu lieu au début des années quatre-vingt-dix (on passe en effet de 3.5 % à 10.6 % du PIB entre 1990 et 1995). Elle s'explique en grande partie par la forte hausse du poids des entrées d'IDP et d'Autres investissements.

Tableau 2 :
Une ouverture déphasée

Les données sont exprimées en pourcentage du PIB de chaque année.

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1999
Exportations	4	6,6	8	5,1	6,7	7,8	7,4
Importations	3,8	6	8,9	8	8,6	10,1	11,2
Taux d'ouverture	7,8	12,6	17	13,1	15,3	17,9	18,6
IDE entrants	0.1	0.2	0.6	0.5	0.8	0.8	3.1
IDE sortants	0,6	0,9	0,7	0,3	0,5	1,3	1,6
IDP engagements	0,2	0,7	0,5	1,8	0,4	3,2	3,6
IDP avoirs	0,1	0,4	0,1	0,2	0,5	1,4	1,1
Autres engagements	0,3	0,1	1	1,0	1,2	2,3	1,4
Autres avoirs	0,3	1,1	2	0,3	0,2	1,6	1,4
Total Compte de capital	1.6	3.3	4.9	4.1	3.5	10.6	12.2

Source : FMI (2000).

On assiste donc à un déphasage des ouvertures du haut et du bas de la balance des paiements américaine, le haut s'ouvrant plutôt à la fin des années soixante-dix alors que le bas au début des années quatre-vingt-dix.

*
* *

L'analyse de l'évolution de la balance des paiements américaine était un passage obligé dans la compréhension de l'évolution des relations économiques entre les États-Unis et le reste du monde. De cette analyse ressortent deux éléments marquants.

D'une part, l'apparition de déséquilibres structurels, que ce soit en haut ou en bas de la balance des paiements. En analysant le déséquilibre courant, on se rend compte que celui-ci dépend du déséquilibre de la balance commerciale, lui-même s'expliquant par celui des biens de consommation et d'automobile pour ce qui est de la tendance et par celui des biens de capital pour ce qui est des fluctuations conjoncturelles. En corollaire, le compte de capital devient de plus en plus excédentaire, et cet excédent s'explique par la forte hausse du financement à long terme, notamment en investissements de portefeuille¹⁶.

D'autre part, l'économie américaine s'est fortement ouverte en termes bruts. Cette ouverture est un peu moins marquée en termes relatifs, et montre un déphasage entre le haut et le bas de la balance des paiements, le haut s'ouvrant 10 ans avant le bas. Mais cette description ne suffit pas pour comprendre l'évolution de la balance des paiements américaine. Il nous faut comprendre quels ont pu être les déterminants de cette évolution.

¹⁶ Cette analyse montre donc que les États-Unis sont un pays structurellement importateur d'épargne mondiale. Certaines études montrent qu'il y a plus de cas que les États-Unis sont le seul pays à être dans ce cas, mis à part le Royaume Uni. Pour une étude plus approfondie de ce phénomène, voir BERDOT & Alii (2002).

LE TAUX D'ÉPARGNE AU CŒUR DE LA DYNAMIQUE AMÉRICAINE.

La balance des paiements des États-Unis est influencée par de multiples facteurs¹⁷. Ces facteurs déterminent la trajectoire des éléments de la balance des paiements, donc de ses soldes. Ici, nous cherchons à comprendre comment ses facteurs peuvent agir sur la balance des paiements, ce qui nous permettra de déterminer le ou lesquels sont les plus importants aux États-Unis depuis les trois dernières décennies.

Il ne s'agit donc pas de faire une théorie de la balance des paiements¹⁸ des États-Unis, mais bien plus de saisir ce qui peut expliquer sa trajectoire. Ceci passe dans un premier temps par la spécification de l'ensemble des facteurs susceptibles d'influencer la balance des paiements. Ensuite, ceci nous permettra de voir que deux types de facteurs peuvent être pris en compte, des facteurs liés à l'équilibre interne et des facteurs liés à l'équilibre externe.

Macroéconomie ouverte et balance des paiements : Apport d'un modèle comptable.

L'étude des facteurs influençant la trajectoire de la balance des paiements des États-Unis peut s'effectuer grâce à l'utilisation d'un modèle comptable de détermination du revenu global d'une nation en économie ouverte.

On peut en effet voir le revenu global comme la somme des revenus dérivés de la production de biens et services. Si Y est le revenu global (assimilable au PIB), C la consommation privée, I_p l'investissement privé, G les dépenses de biens et services du gouvernement, X les exportations et M les importations, on peut obtenir l'équation suivante :

¹⁷ L'étude de référence en la matière en ce qui concerne les États-Unis est celle de MANN (1999). On pourrait ajouter ici les travaux de la Commission sur le déficit commercial du Congrès des États-Unis. Voir leur site : www.ustdrc.gov/.

¹⁸ Établir une théorie de la balance des paiements signifierait être capable de savoir lequel du haut ou du bas de la balance influence, voir détermine l'autre. Dans ce type de démarche, deux types d'approches sont possibles :

- une approche dite keynésienne, qui cherche à expliquer la balance des paiements par le compte courant, et qui intègre très tardivement (années soixante) le compte de capital dans ses démarches ;
- d'autre part, une approche dite monétariste, qui met en exergue le rôle des réserves internationales en tant que solde de la différence entre le compte courant et le compte de capital.

Ces deux approches, dont la monétariste est la plus ancienne, diffèrent sur bien des points, notamment sur la possibilité d'un équilibre simultané entre les offres et les demandes, sur le rôle des Banques Centrales, sur le rôle stabilisant des flux de capitaux transnationaux, sur la prise en compte du temps, ou encore sur le rôle des taux de change. Voir pour plus détails JOHNSON & Alii (2000).

$$(1) \quad Y = C + I_p + G + X - M,$$

où $(X - M)$ représente le solde des transactions courantes.

On peut de la même manière représenter le revenu global comme la somme des emplois des revenus des individus, avec quatre utilisations possibles : la consommation (C), l'épargne (S_p , pour épargne privée), la somme des impôts et des taxes (T), et les transferts à l'étranger (Tr). On obtient ainsi l'équation suivante :

$$(2) \quad Y = C + S_p + T + Tr.$$

À partir de ces deux équations de bases, on en déduit l'équation d'équilibre simultané interne et externe *ex post* :

$$(3) \quad X - M = (S_p - I_p) + (T - G)$$

En d'autres termes, le solde des transactions courantes est égal à la somme des surplus de l'épargne privée sur l'investissement et des recettes sur les dépenses de l'État. L'équilibre externe (à gauche) doit être égal *ex post* à l'équilibre interne (à droite)¹⁹. Mais ceci n'a rien d'évident *ex ante*, c'est-à-dire qu'un processus d'ajustement se met en place pour garantir à coup sûr que cette condition de bouclage macroéconomique est remplie *ex post*.

Ainsi, nous voyons clairement trois lieux où ces facteurs sont susceptibles d'influencer la trajectoire de la balance des paiements américaine, l'égalité de l'équation (3) ne montrant pas un lien de causalité mais une relation comptable entre l'équilibre externe ($X - M$), l'équilibre interne privé ($S_p - I_p$) et l'équilibre interne public ($T - G$)²⁰. Ces trois lieux mettent chacun en avant un facteur explicatif : l'importance du solde public pour l'équilibre interne public ; le différentiel de croissance du point de vue de l'équilibre externe ; le rôle de la tendance à la baisse du taux d'épargne pour l'équilibre interne privé.

Trois facteurs majeurs d'explications possibles : le solde public, la croissance économique et le taux d'épargne des ménages.

L'évolution des soldes de la balance des paiements peut être analysée à partir des trois lieux que nous avons déterminés plus haut. Pourtant, de multiples facteurs influencent la trajectoire d'une économie, donc d'une balance des paiements. Ici, nous reprenons les trois principaux facteurs déterminés auparavant, en les reliant avec d'autres pour en faciliter la compréhension. Nous

¹⁹ De cette équation découle aussi que $(X - M)$ est égal aux flux nets de capitaux étrangers (FA), de sorte que $FA = (S_p - I_p) + (G - T)$, où $G - T$ représente l'émission de bons du trésor nette (c'est-à-dire le déficit public). Ainsi, selon Higgins et Klitgaard, le déficit courant est assimilable à une entrée de capitaux étrangers venant financer la croissance. Voir HIGGINS & KLITGAARD (1998).

²⁰ On pourrait à ce propos écrire de la même manière : (3') $(I_p - S_p) = (M - X) + (T - G)$,
ou encore (3'') $(G - T) = (S_p - I_p) + (M - X)$.

faisons ce choix dans la mesure où les deux premiers expliquent relativement bien la spécificité de chaque décennie à fort déséquilibre, alors que le troisième explique bien la tendance de long terme. Nous verrons ainsi que l'équilibre interne public, et notamment le fait qu'il soit négatif dans les années quatre-vingt, explique bien l'ampleur des déficits courants de cette décennie. D'autre part, nous verrons que du point de vue de l'équilibre externe, la conjonction du facteur croissance et des élasticités peut expliquer certaines évolutions des années quatre-vingt-dix. Enfin, du point de vue de l'équilibre interne privé, nous verrons que le facteur épargne est à mettre en relation avec d'autres, même s'il demeure primordial dans le *trend* de long terme. En dernière analyse, on se rendra compte que ce dernier facteur est le plus important dans la dynamique de long terme de la balance des paiements américaine.

➤ L'explication par les déficits jumeaux.

L'association des déficits courant et budgétaire a été très étudiée durant la décennie quatre-vingt. On donnait alors à la conjonction de ces deux phénomènes le nom de « déficits jumeaux ». Du point de vue analytique, dès lors que l'on fait l'hypothèse que l'équilibre interne privé demeure stable et proche de zéro, une relation forte s'établit entre le solde courant et le solde budgétaire. L'identité comptable devient alors la suivante :

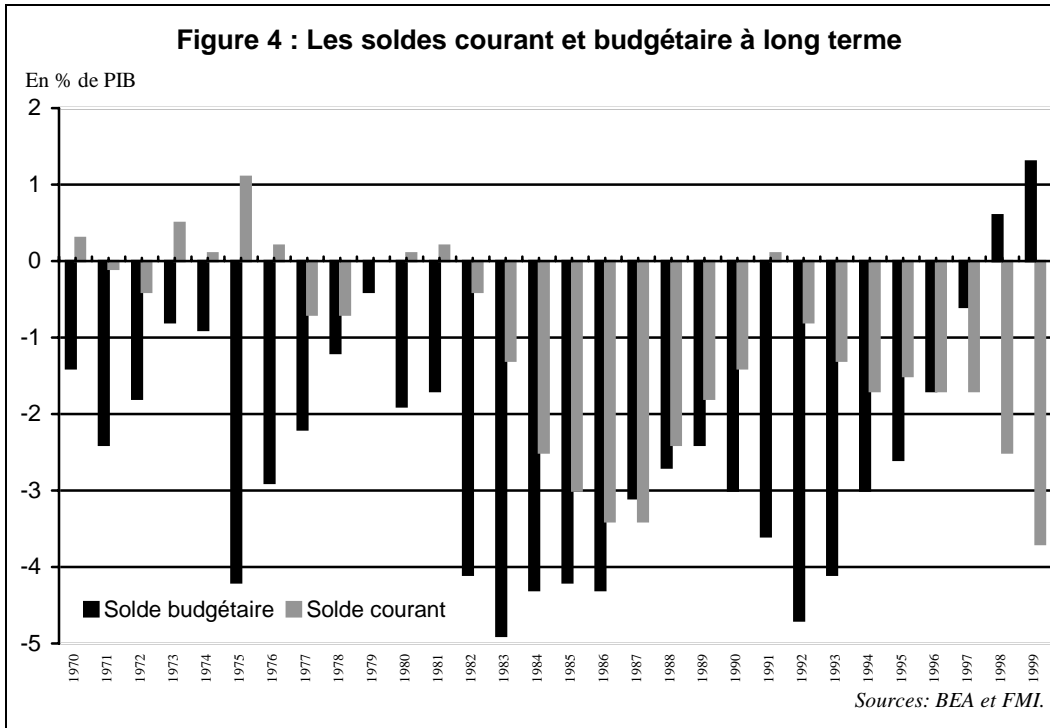
$$(4) \quad X - M = (T - G) + \varepsilon, \quad \text{avec } \varepsilon \text{ égal au solde résiduel de l'équilibre interne privé.}$$

Ainsi, l'évolution des finances publiques devient à elle seule la source d'explication de la trajectoire à long terme du solde courant selon cette analyse²¹.

Pourtant, dans les faits, comme le montre la figure 4, il apparaît difficile de soutenir un tel raisonnement sur la longue période. Sur les trois dernières décennies, seule la décennie quatre-vingt semble montrer une certaine tendance à la synchronisation des trajectoires des soldes courant et budgétaire aux États-Unis. On peut mettre ceci en relation avec l'inflexion de la politique économique américaine à la fin des années soixante-dix. Cette politique économique a en effet été basée sur la conjonction d'une politique budgétaire expansive d'une part, et donc propice à l'apparition de déficits publics, et d'une politique monétaire restrictive d'autre part. Ce *policy mix* a eu pour effet immédiat une forte appréciation réelle du taux de change du dollar²², ce qui a pesé sur la compétitivité des exportations américaines et sur le coût des importations en provenance du reste du monde. Cette forte appréciation du dollar a en outre été à l'origine des deux grands arrangements monétaires que sont les accords du Plaza et du Louvre en 1985 et 1987.

²¹ Voir à ce propos MANN (1999, chapitre 2).

²² Le taux de change effectif réel du dollar est ainsi multiplié par un peu plus de 1.6 entre 1979 et 1985. Sur une base 100 en 1995, il passe de l'indice 110 à l'indice 180 durant cette période.



Mais cette conjonction n'a duré qu'un temps, et les années quatre-vingt-dix montrent plutôt une inversion de tendance entre les deux soldes. On pourrait même dire que si les soldes sont jumeaux, ce sont de faux jumeaux, dans la mesure où leurs trajectoires sont rigoureusement inverses à partir de 1992, le solde courant se dégradant à mesure que le solde budgétaire s'améliore. L'explication par les soldes jumeaux, donc par la politique conjoncturelle, ne suffit de ce fait pas pour comprendre la trajectoire à long terme du solde du compte courant. La décennie quatre-vingt-dix montre en effet que le facteur croissance économique permet d'expliquer en partie l'évolution du solde courant.

➤ Le facteur croissance économique.

Le facteur croissance économique n'apparaît pas clairement dans l'équation (3). Il permet pourtant de comprendre une partie des déficits courants de la décennie quatre-vingt-dix²³. La croissance économique a en effet de multiples influences sur l'évolution du solde courant. Ces influences passent par les trois équilibres que nous avons déterminés plus haut. L'explication la plus

²³ Les analyses des commissaires républicains de la Commission du Congrès sur le déficit commercial insistent très largement sur ce facteur. Pour les Républicains, la raison principale des déficits commercial et courant réside dans le fait que l'économie américaine est très performante, notamment par rapport à ses principaux partenaires. Il ne s'agit donc pas de stigmatiser les supposées politiques protectionnistes de ceux-ci. « *The recent large U.S. trade and current account deficits are fundamentally macroeconomic phenomena. They are the consequence of macroeconomic policy and performance in the United States and our trading partners and result from the strong economic performance of the United States and the relatively slower growth of our trading partners* ». US Trade Deficit Review Commission (2000), page 19.

couramment donnée est celle qui consiste à analyser l'évolution du solde courant au regard du différentiel de croissance entre les États-Unis et le reste du monde, comme le montre la figure 5²⁴.

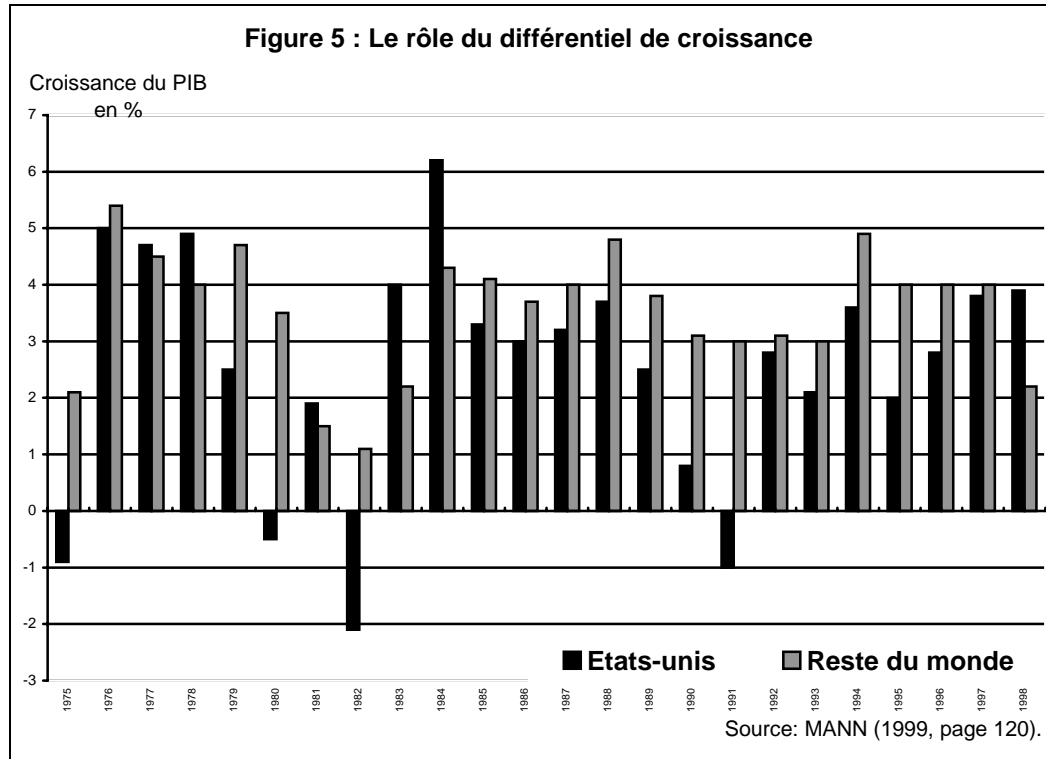
Plus exactement, trois niveaux de précision peuvent être apportés ici. On peut en effet s'attacher à comprendre comment ce différentiel influence le compte courant. Ceci passe, dans une première étape, par une analyse des élasticités par rapport au revenu global, à l'importation et à l'exportation. Ensuite on peut isoler la croissance aux États-Unis et se demander comment elle peut influencer à elle seule l'évolution du compte courant ; c'est l'explication par le cycle des affaires. Enfin, on peut chercher à comprendre l'influence de la croissance du reste du monde sur l'évolution du compte courant.

Concernant l'analyse générale des élasticités à l'importation et à l'exportation par rapport au revenu global, les nombreuses études sur la question montrent, avec certaines difficultés, que celles-ci ont augmenté depuis la fin de la Seconde Guerre Mondiale. Ceci corrobore le fait que le rôle du revenu global, donc de la croissance économique, tend à augmenter dans la détermination du solde courant de la balance des paiements des États-Unis à long terme. Mais le fait le plus important semble être la faiblesse structurelle de l'élasticité des exportations par rapport à celle des importations. Au début des années cinquante, le différentiel entre les élasticités à l'importation et à l'exportation était de 0.5 points, la première se situant aux alentours de 1.5 et la seconde autour de 1. Entre 1973 et 1987, le différentiel passe à 0.7, les élasticités étant respectivement de 2.4 et 1.7. Cette situation a pour conséquence une augmentation du poids de la croissance américaine par rapport à celle du reste du monde dans la détermination du solde courant. Ainsi, à taux de croissance identiques entre les États-Unis et le reste du monde, le solde courant tend à devenir structurellement déficitaire. Autrement dit, la croissance américaine n'a pas besoin d'être très élevée par rapport à celle du reste du monde pour que le déficit courant augmente.

Cette approche générale par le différentiel d'élasticités est renforcée par l'étude directe de la croissance américaine. La seconde grande manière de mettre en évidence le facteur croissance économique dans la détermination du solde courant de la balance des paiements des États-Unis est en effet celle qui met en avant le cycle des affaires. Il s'agit ici de comparer la croissance réelle à la croissance potentielle²⁵, aux États-Unis et chez les principaux partenaires commerciaux. Les calculs de Papaïonnou et Kei-My montrent qu'entre 1996 et 1999 le déficit commercial des États-Unis a été supérieur d'un tiers à ce qu'il aurait dû être si les États-Unis et leurs principaux partenaires commerciaux avaient eu une croissance réelle égale à leur croissance potentielle. Et même en modifiant les élasticités des importations et des exportations, les auteurs estiment qu'entre un quart et la moitié des déficits futurs pourront être attribués à la croissance américaine.

²⁴ Ainsi ce graphique montre que les seules années où le solde courant américain est excédentaire sont des années de forte récession aux États-Unis.

²⁵ Voir à ce propos PAPAIONNOU & KEI-MY (2001).



Enfin, certaines analyses mettent l'accent sur la croissance des principaux partenaires commerciaux des États-Unis pour expliquer le déficit commercial, donc le déficit courant, dans les années quatre-vingt-dix. C.L MANN montre ainsi que la crise de 1998 en Asie de l'Est et du Sud-Est ou que celle qui a eu lieu la même année en Russie ont fait fortement chuter les exportations américaines dans ces zones sans pour autant faire chuter du même montant celui des importations²⁶.

Le facteur croissance semble donc être particulièrement explicatif de l'évolution du solde courant des États-Unis dans les années quatre-vingt-dix. Il demeure cependant insuffisant pour comprendre l'évolution à long terme. Il apparaît en effet que les estimations les plus poussées attribuent à d'autres facteurs près des deux tiers du déficit courant américain. Parmi ces facteurs explicatifs, celui qui semble avoir le plus d'influence est la baisse tendancielle du taux d'épargne, notamment celui des ménages.

➤ L'explication par la baisse du taux d'épargne, notamment des ménages.

La mise en avant du rôle de la baisse tendancielle du taux d'épargne américain peut se comprendre grâce à l'équation (3). Cette équation nous montre en effet que l'écart entre l'investissement privé et l'épargne privée (que nous appelons équilibre interne privé) est un des éléments explicatifs du volume du solde courant. Ici, nous analysons l'épargne d'une manière plus globale, en y

²⁶ On note en effet une stagnation des exportations américaines à partir de cette date.

incluant l'épargne publique (c'est-à-dire le solde budgétaire), de sorte que l'équation (3) devient :

$$(5) \quad X - M = I - S,$$

avec I
l'investissement
global(privé et
public) et S l'épargne
globale (privée et
publique).

Cette nouvelle équation permet de mettre en évidence un phénomène particulier. La dynamique de la balance des paiements des États-Unis, comme celle de n'importe quelle autre balance des paiements, est en fait liée à celle de l'économie. C'est dans la relation à long terme entre épargne et investissement, donc entre production et demande, que se situe l'essentiel de cette dynamique²⁷. On voit donc très bien que l'équation (5) reprend en partie les analyses liées au solde budgétaire et à la croissance économique, par l'intermédiaire respectivement du taux d'épargne et du taux d'investissement.

Le tableau 3 retrace depuis le début des années quatre-vingt l'évolution des principaux éléments en jeu dans la partie droite de l'équation (5). Ces éléments sont le taux d'investissement global, le taux d'épargne globale, le taux d'épargne privée, et enfin, le taux d'épargne des ménages²⁸.

On remarque dans ce tableau que le taux d'investissement aux États-Unis reste soutenu depuis les deux dernières décennies. Il évolue en moyenne vers les 19 % du PIB, avec en creux les années de récession. On remarque aussi que ce taux d'investissement est resté supérieur à 20 % du PIB depuis 1997, correspondant en cela au haut de cycle économique. Le taux d'épargne globale semble pour sa part ne pas montrer de signes de fort essoufflement depuis le début des années quatre-vingt. On voit en effet qu'il se situe tout au long des

²⁷ Les Démocrates de Commission sur le déficit commercial insistent plus sur ce facteur, mais ils semblent néanmoins mettre l'accent sur le rôle des pratiques des pays partenaires en matière de restriction du commerce. « *In analyzing the causes of the growing U.S. trade deficit, it is important to distinguish between long-term trends and short-term factors. Among the major long-term trends that have caused large and increasing deficits in the U.S. trade balance are (1) unequal trading relationships with America's major trading partners, especially foreign countries that maintain structural surpluses with the United States, such as Japan and China; (2) the process of globalization and the movement by U.S. multinationals of technology and production jobs from the United States to low-wage locations; (3) the loss of competitive advantages by U.S. producers on the world market, which has been compounded by the failure of other nations to enforce their own labor and environmental standards and law and to adhere to international labor standards; and (4) changes in savings behavior in the U.S. economy. Increasing payments on U.S. foreign debt, which are a recent phenomenon, have also contributed to the steady growth of the U.S. current account deficit. Short-term factors that have acted to boost the deficit since the mid-1990s include (1) recent increases in the price of oil, (2) the rising value of the U.S. dollar, and (3) the slowdown in growth rates abroad relative to the U.S. economy* ». US Trade Deficit Review Commission (2000), page 46.

²⁸ Le taux d'épargne globale se calcule en faisant la somme du taux d'épargne publique (à savoir le solde budgétaire de l'État) et du taux d'épargne privée. Le taux d'épargne privée est la somme du taux d'épargne des entreprises et du taux d'épargne des ménages.

années quatre-vingt aux alentours de 17 % du PIB annuel, et tout au long des années quatre-vingt-dix aux alentours de 16.5 %. Cependant, l'écart entre investissement et épargne reste toujours entre 3 à 4 points de PIB. Cela représente une part prépondérante du déficit annuel courant.

Tableau 3 :
Épargne et Investissement aux États-Unis

Les données sont exprimées en pourcentage du PIB nominal.

	1973-1983	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Investissement	-	-	-	-	18	21	22	21	20	19.5	19	18.7
Épargne	20.4	19	20	17.5	16.3	18.5	17.2	15.4	15.9	17.2	16.6	15.8
<i>Dont épargne privée</i>	-	17	18	17.5	17	18.2	17	15.2	15	15.3	14.9	15
<i>Dont, ménages</i>	8.8	10.1	10.8	10.9	8.9	10.6	9.2	8.2	7.3	7.8	7.5	7.8

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2000
Investissement	17.5	16.8	18	19	18.8	19	20	21	21.5	22	-	-
Épargne	16.1	15.1	14.9	15.8	16.4	16.7	17.9	18.4	18.1	-	-	-
<i>Dont épargne privée</i>	16	15.9	15.5	15	15.2	14.5	14	13	12.5	-	-	-
<i>Dont, ménages</i>	8.3	8.7	7.1	6.1	5.6	4.8	4.2	4.2	2.2	0	-0.3	-0.2

Sources : FMI, BEA, OCDE. Pour l'année 2000, estimations. Pour 2001 et 2002, projections de l'OCDE.

Le fait marquant, ici, est que cet écart pourrait être potentiellement beaucoup plus important. On remarque en effet que le taux d'épargne privée s'est effondré depuis 1980, passant de 17 % à 12.5 % en 1999. Cet effondrement est compensé depuis la moitié des années quatre-vingt-dix par la forte hausse de l'épargne publique, qui permet de maintenir le taux d'épargne globale autour des 16.5 %. Il s'explique principalement par la chute du taux d'épargne des ménages²⁹. Alors qu'en 1980, l'épargne des ménages représentait 10 % du PIB américain, elle est désormais négative depuis 2000. Cette chute n'a pas été linéaire, et s'est fortement accélérée depuis 1993. L'épargne des ménages américains est ainsi au cœur de la dynamique de la balance des paiements des États-Unis. Elle influence sur le long terme la situation du compte courant et du compte de capital des États-Unis.

*

* *

Les facteurs pouvant influencer l'évolution de la balance des paiements des États-Unis sont donc nombreux. Les trois les plus importants sont le solde public, le différentiel de croissance et le taux d'épargne des ménages. Ces trois éléments permettent de comprendre pourquoi la balance des paiements des

²⁹ Il existe deux manières de calculer le taux d'épargne des ménages aux États-Unis. La première, effectuée par le BEA du ministère du commerce, s'inspire de la méthode NIPA (*National Income and Production Account*). Elle consiste à mesurer l'écart entre le revenu disponible et les dépenses de consommation. La seconde, effectuée par la Réserve Fédérale, s'inspire de la méthode FoF (*Flow of Funds*), et mesure le taux d'épargne des ménages américains comme la différence entre l'évolution des actifs physiques et financiers d'une part, et l'évolution nette des engagements. Ces deux méthodes, quoique ne donnant pas le même taux d'épargne chaque année, montrent néanmoins que celui-ci est en forte chute et est négatif depuis peu. Pour plus de détail, voir Milleron (2000).

États-Unis devient fortement déséquilibrée à partir des années soixante-dix. Mais le plus important d'entre eux demeure sur le long terme la faiblesse du taux d'épargne des ménages, qui explique pour une très large part le besoin d'ouverture du compte de capital des États-Unis pour compenser le déséquilibre courant. Les Républicains en sont d'ailleurs très conscients puisqu'ils font du déficit courant un avantage en tant qu'il comble l'écart entre investissement et épargne³⁰.

Cette première explication n'est pourtant pas suffisante pour comprendre la signification de la déstructuration de la balance des paiements des États-Unis depuis les années quatre-vingt. Il manque en effet une mise en perspective plus théorique, permettant de comprendre le rôle des États-Unis dans l'économie mondiale.

³⁰ « When the current account deficit is looked at in the context of the national income and product accounts, the standard measures of economic activity, another important relationship becomes clear. A current account deficit will always equal the difference between a nation's saving and investment. Saving is the value of current national production that is not consumed by house-holds or purchased by the government. It represents resources that are made available from current production for investment. **Without international trade and capital flows, investment will always be limited by and equal to domestic saving. However, with international trade and capital flows, investment need not be limited to the level of domestic saving. Net inflows of foreign capital supplement domestic saving and make possible a level of investment that is greater than domestic saving. When this happens, there will always be an equal and offsetting deficit on the trade or current account as the added investment expenditures draw in imports of real goods and services** ». US Trade Deficit Review Commission (2000), page 20.

LA BALANCE DES PAIEMENTS DES ÉTATS-UNIS : QUELQUES RÉFLEXIONS THÉORIQUES.

Cette partie a pour objet de voir comment on peut expliquer les modifications de la structure de la balance des paiements des États-Unis d'un point de vue théorique. Elle montre que cette compréhension passe par un détour sur deux mutations du système économique. Ensuite, elle montre que cette nouvelle configuration, en favorisant la libéralisation du compte de capital, est porteuse de contradictions. On a donc ici un lien très fort entre le système économique réel et le système financier.

Une double mutation du système économique.

Nous allons ici essayer de comprendre ce que peut signifier cette évolution de la balance des paiements des États-Unis. On peut en effet voir deux éléments explicatifs, correspondant à deux mutations systémiques majeures. Le premier est la mise en place d'un étalon dollar au sein du système monétaire et financier international. Le second est l'apparition d'une économie de financement aux États-Unis et sa diffusion internationale.

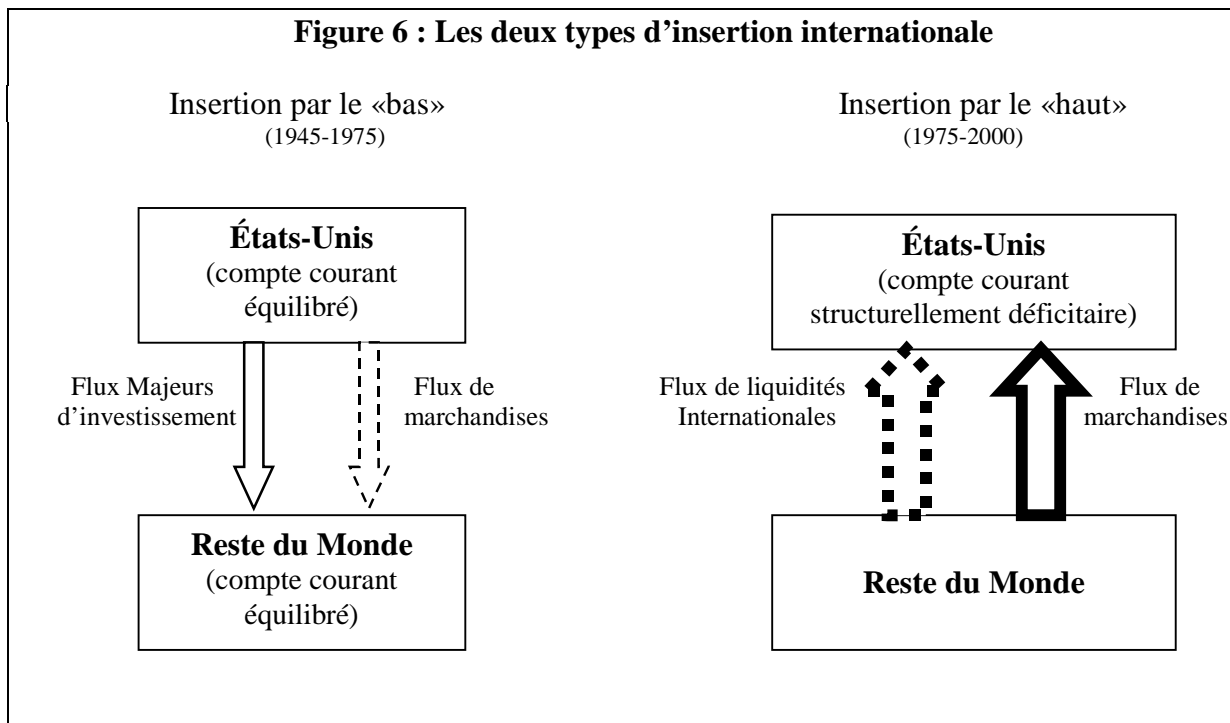
➤ L'hypothèse d'un étalon dollar.

Depuis la chute du régime de Bretton Woods, de nombreuses controverses ont eu lieu à propos de savoir si l'on pouvait parler de non-système monétaire international après cette période. Depuis peu, certains économistes pensent que l'après Bretton Woods est en fait une période où s'est mis en place un « étalon trésor »³¹. Cette expression a en effet l'avantage de mettre en exergue le rôle particulier de l'émission de bons du trésor américain dans le SFI depuis les années quatre-vingt et fait opportunément allusion à l'étalon or. Elle véhicule aussi l'idée très répandue selon laquelle les marchés de capitaux américains sont plus solides que les autres, et d'autre part que les autorités monétaires américaines sont plus compétentes que les autres pour réguler ces marchés. Cependant, nous préférons analyser cette période en terme d'« étalon dollar »³², dans la mesure où elle entérine l'évolution majeure du SFI au vingtième siècle, à savoir la disparition de l'or en tant que support et l'institutionnalisation de l'asymétrie au sein du système.

³¹ Voir FMI (2001). Robert MUNDELL fait partie de ceux qui partagent ce point de vue.

³² Mc Kinnon pense en ses termes et dit que le dollar bénéficie d'un monopole naturel au sein du SFI. Pour autant il pense que ceci est un « heureux hasard » (Serendipity) qui ne saurait durer. Mc Kinnon (2001).

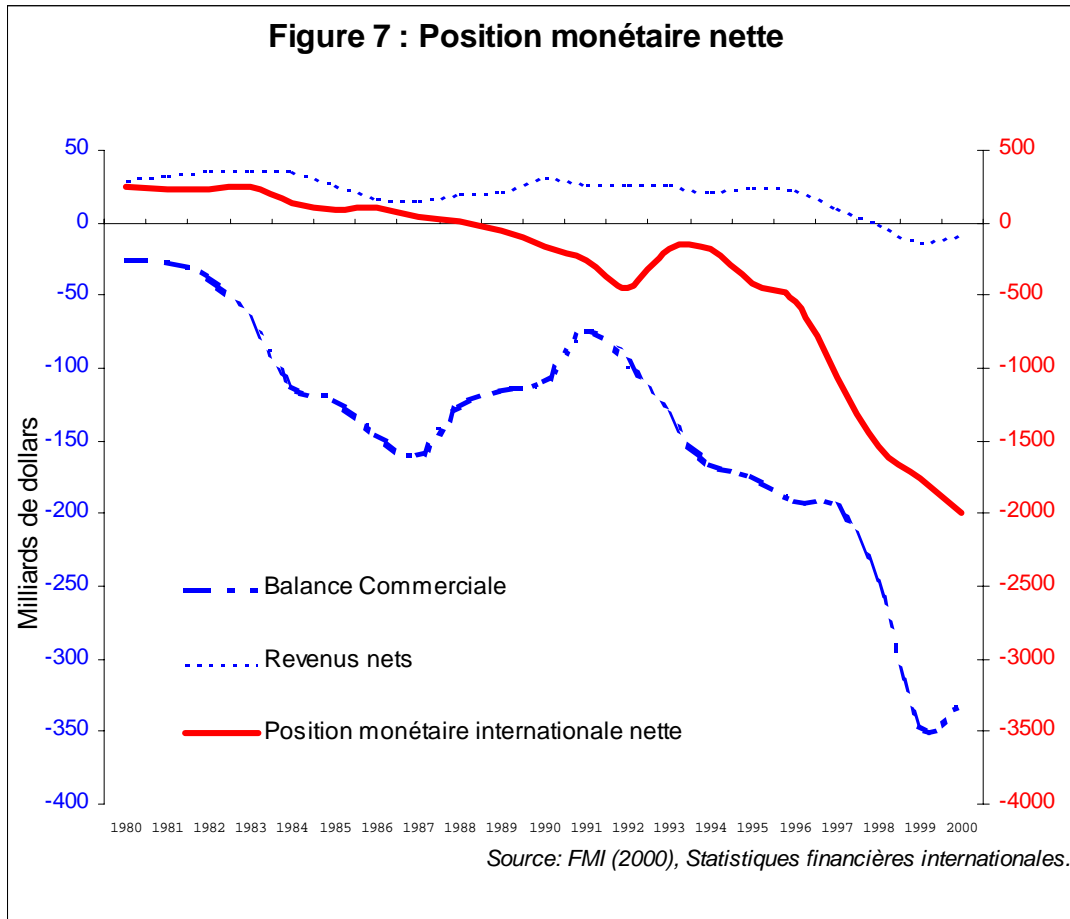
L'étalon dollar américain, qui s'est progressivement mis en place après la chute de Bretton Woods, a eu jusqu'à présent trois caractéristiques importantes : un renversement du type d'insertion internationale des États-Unis, une monétisation des déficits des balances des paiements, et enfin comme clé de voûte le bon du trésor américain.



Premièrement, l'étalon dollar est caractérisé par un renversement de l'insertion internationale des États-Unis. On remarque que les États-Unis, économie dominante, ont eu deux types d'insertion internationale. Le premier type, par le « bas » du compte courant, correspond à la période où la monnaie provenant des États-Unis transite par le poste des transferts unilatéraux (plan Marshall et plan Dodge). Ces Flux Majeurs d'Investissement³³, dont parlait Jean WEILLER, ont pour caractéristique d'engendrer des flux de marchandises dans le même sens et qui équilibrent les soldes des balances des paiements. Ils permettent aussi au dollar d'être le moyen de paiement international. Dès le début des années soixante-dix, ce type d'insertion est remplacé par une insertion par le « haut », c'est-à-dire une configuration où le flux de monnaie en provenance des États-Unis passe par le solde commercial, donc par un déficit de ce solde. Cela provoque une désarticulation des balances des paiements, ainsi qu'une tendance à l'ouverture compensatrice du compte de capital.

Deuxièmement, consécutivement à ce renversement, l'étalon dollar correspond à une période de monétisation en dollar des déséquilibres des balances des paiements. Ces liquidités internationales sont dans un premier temps dépendantes de l'ampleur des déficits courants des États-Unis, mais très vite elles deviennent autonomes à

³³ Allegret (1993).



mesure que les déficits se creusent³⁴. Toutefois, la grande majorité de ces liquidités internationales est constituée par la dette externe des États-Unis, en constante augmentation (2000 milliards de dollars en 2000³⁵), comme le montre la figure 7. Ainsi, selon Mc Kinnon, 90 % des transactions interbancaires s'effectuent en dollar en 2000.

Enfin, l'étalon dollar a comme clé de voûte les bons du trésor américain, dans la mesure où ceux-ci représentent le support de référence en terme de risque et de rendement. Leurs marchés sont très larges, très profonds et très liquides. Aussi sont-ils surdéveloppés par rapport aux marchés de bons du trésor des autres pays industrialisés (environ 28 % des 24000 milliards de dollars de transactions sur les marchés obligataires en 1997) et ils sont le refuge systématique en cas de crise de liquidité internationale. On ne peut pourtant pas parler d'étalon trésor, les bons du trésor servant plus de support que de moyen de paiement international, ce rôle étant au dollar.

³⁴ Idem.

³⁵ A titre de comparaison, en 1998, le niveau de la dette externe nette américaine était de loin en tête, avec près de huit fois celle du pays arrivant en second (Australie) dont la dette était de 200 milliards de dollars. Voir Lenz (2000, page 2-16). Elle était et demeure toujours supérieure à celle de l'ensemble des pays en développement.

Toutefois, à cette première mutation de l'économie américaine, s'ajoute une seconde mutation. On voit en effet apparaître une économie de financement dès la fin des années soixante dix aux États-Unis.

➤ Le passage à une économie de financement.

La seconde grande mutation de l'économie américaine est le retour à un type de financement de l'économie antérieur au régime de Bretton Woods, appelé économie de financement. L'économie de financement rompt le mécanisme de l'économie d'endettement. Dans une économie de financement, l'émission de titres (de créance ou de propriété) de la part des entreprises et de l'État prend le pas sur le financement par l'emprunt bancaire, de sorte que les cours des marchés financiers deviennent la norme financière. L'économie de financement contemporaine a plusieurs caractéristiques particulières. Ces caractéristiques sont toutefois différentes de celle de l'économie de financement de l'entre-deux-guerres.

Premièrement, les entreprises privilégient de plus en plus l'autofinancement, et lorsqu'elles ont besoin de trouver des financements externes, elles préfèrent augmenter leur capital social par l'intermédiaire de l'émission de titres de propriété, plutôt que d'avoir recours à l'emprunt bancaire.

Deuxièmement, l'économie de financement contemporaine implique une nouvelle manière de penser la valeur de l'entreprise, et donc sa gestion. L'élément principal dans la valorisation de l'entreprise est désormais sa « valeur actionnariale », c'est-à-dire le cours de l'action de l'entreprise sur le second marché³⁶, lui même dépendant du « cash flow » généré par l'entreprise. Le fonctionnement des marchés financiers a ainsi une action radicale sur la manière dont l'entreprise est gérée. On parle à ce propos de « corporate governance » pour caractériser le retour du pouvoir de l'actionnaire au sein de l'entreprise par rapport au manager et au salarié.

Enfin, c'est une économie de financement salariale, contrairement à l'entre-deux-guerres, où des rentiers avaient cédé le pouvoir au sein de l'entreprise à des managers. Ceci a pour conséquence la dépendance de la demande de titres par rapport à l'ampleur de la masse salariale³⁷. Autrement dit, cette demande de titres nouveaux est déconnectée des cours des titres sur le second marché et de l'offre sur le marché primaire. Mais cette épargne salariale transite par de nouveaux acteurs, les investisseurs institutionnels (fonds mutuels et de pension, compagnies d'assurances, sociétés d'investissement). Leur poids au sein des marchés financiers, des conseils d'administration, et de l'économie réelle ne cesse d'augmenter.

On remarque ainsi que le poids des investisseurs institutionnels aux États-Unis, mesuré par le ratio actif total sur PIB, a été multiplié par presque 2 dans les années quatre-vingt-dix, passant de 120 % en 1990 à 220 % en 1998³⁸, comme le montre le tableau 4. Cette tendance s'observe aussi dans d'autres pays développés, à l'exception notable du Japon.

³⁶ La méthode EVA (economic value added) est la plus utilisée.

³⁷ Billaudot (2001).

³⁸ Jeffers & Plihon (2001, p3).

Tableau 4 :
Actifs totaux des investisseurs institutionnels en % du PIB

	États-Unis	Royaume-Uni	Pays-Bas	Canada	France	Japon	Allemagne
1990	120	115	133	58	54.8	82	36
1998	220	214	156	112	116	76	70

Source : Jeffers & Plihon (2001, page 3).

Mais, comme le montre le tableau 5, le poids des investisseurs institutionnels américains est prépondérant par rapport aux investisseurs institutionnels des autres pays développés. Les États-Unis représentent en effet 71 % de la capitalisation des fonds de pension, 45 % de celle des compagnies d'assurance, 55 % de celle des sociétés d'investissement et enfin 76 % de celle des autres investisseurs institutionnels³⁹.

Tableau 5 :
Les investisseurs institutionnels en 1998

	Fonds de pension	Compagnies d'assurance	Sociétés d'investissement	autres	Chiffres agrégés	
	Répartition des portefeuilles d'actifs financiers En %				%	En milliards de dollars
États-Unis	71.5	44.7	54.8	76.3	59.5	18 000
Japon	7	17	8.5	11.5	11.3	3 205
Royaume-Uni	11.4	16.9	4.2		9.6	2 906
France	0	11.5	7.7		5.5	1 659
Allemagne	0.7	9.6	7		5	1 499
Pays-Bas	3.2	2.3	0.7		1.9	588
Canada	2.8	2.2	2.1		2.2	651
Suisse		2.6	0.8		0.9	284
Autres	3.4			12.2		
Total	100		100	100	100	30 251
Dont UE, en %	16.4	47.3	35.3	11.6		9 075
Total, milliards \$	10 016	8 182	9 283	3 252		30 251
Total, en %	33	27	30	10	100	

Source : Jeffers & Plihon (2001, page 2).

Cet avènement de nouveaux acteurs majeurs au sein de l'économie américaine a donc favorisé la diffusion de ce nouveau type de financement de l'économie (tableau 4). En effet, malgré une très faible diversification internationale des portefeuilles des investisseurs institutionnels américains, leur poids est tel qu'ils détiennent à l'étranger une grande part de la capitalisation⁴⁰. Ainsi, en terme

³⁹ Ainsi, la part des investisseurs institutionnels dans la capitalisation boursière est depuis 1996 supérieure à 50 % aux États-Unis. Voir Plihon (2000.)

⁴⁰ En France, plus de 40% de la capitalisation boursière en 1999 était détenu par des investisseurs institutionnels étrangers.

d'économie politique, on ne peut plus faire l'impasse sur les stratégies de ces acteurs. Et cette économie de financement, en se diffusant au niveau international, a pour effet de favoriser le maintien de l'étalon dollar, en stimulant d'autant plus la demande de titres du trésor américain, donc en permettant à la dette externe des États-Unis de se pérenniser.

Les conséquences de la libéralisation du compte de capital.

La libéralisation du compte de capital des pays développés dans les années quatre-vingt et plus récemment des pays émergents semble être associée à ce que d'aucuns appellent la globalisation financière. Nous avons vu que cette libéralisation était la conséquence d'une dynamique déstabilisatrice de la balance des paiements des États-Unis depuis les années soixante-dix, consécutivement à la mutation de son insertion internationale.

Pourtant, cette libéralisation n'est pas considérée à l'origine comme un problème. Bien au contraire, elle permet aux États-Unis de « [garantir] *la reproduction de l'économie-monde dans un contexte où seule l'hégémonie économique des États-Unis est affaiblie. Elle autorise dans ce pays le financement conjoint, par des agents privés étrangers, du déficit du budget de l'État et du déficit de la balance des paiements courants, sans retirer à la Banque Centrale des États-Unis la capacité de mener une politique monétaire autonome en présence de changes flottants* »⁴¹. De même n'est-elle pas imposée par les États-Unis aux autres pays, dans la mesure où ils peuvent limiter, lorsqu'ils ont des excédents courants importants (cas du Japon et de la RFA), l'appréciation réelle du taux de change de leur monnaie.

Pourtant, cette libéralisation du compte de capital n'est pas sans poser quelques problèmes. Plusieurs niveaux interdépendants peuvent être évoqués ici. Premièrement, la baisse tendancielle du taux d'épargne privée aux États-Unis tend à s'auto-renforcer à long terme. Les raisons fondamentales de la baisse du taux d'épargne américain sont à rechercher du côté de la dynamique démographique et du vieillissement de la population (hypothèse du cycle de vie). Cette dynamique, toutes choses égales par ailleurs, devrait avoir tendance à tirer vers le haut les taux d'intérêts aux États-Unis, comprimant de ce fait l'investissement productif et la croissance économique. La libéralisation du compte de capital permet de compenser ce manque d'épargne nationale. Mais en favorisant l'afflux de capitaux étrangers, elle augmente à long terme la tendance à la baisse du taux d'épargne, par l'intermédiaire de l'effet de richesse notamment.

Deuxièmement, l'ouverture du compte de capital américain renforce l'instabilité financière interne à long terme, alors qu'elle la limite à court terme. La hausse des cours boursiers américains depuis plus de 10 ans est en effet liée à l'ouverture du compte de capital américain⁴². Cette hausse des cours a renforcé le poids de l'économie de financement aux États-Unis et a permis sa stabilité (thème de la nouvelle économie). Or, une économie de financement est instable par nature, en

⁴¹ Billaudot (2001, page 271).

⁴² Il nous faudrait ici une étude économétrique renforçant cela.

provoquant une montée des risques d'instabilité financière et un report du risque financier sur les entreprises et les salariés. Le cycle économique a en effet tendance à se calquer sur le cycle financier⁴³. Tout se passe donc comme si le risque de système international était internalisé par les États-Unis au fur et à mesure de la diffusion internationale de l'économie de financement. De plus, en privilégiant le financement de marché au détriment du financement bancaire, l'économie de financement américaine a tendance à rendre plus difficile le financement des investissements de productivité, par nature plus risqué. D'où le développement spectaculaire du capital risque et du NASDAQ pour compenser cette faiblesse et éviter que le sentier de croissance américain s'affaiblisse⁴⁴.

Troisièmement, l'ouverture du compte de capital américain pose le problème de la disparition de l'émission de bons du trésor américain. La restauration d'un taux d'épargne nationale passe à court terme par les excédents budgétaires, mais ces excédents font disparaître le marché des bons du trésor. Or ce marché est le marché pivot de tout le système monétaire et financier international. Si ce marché n'est plus assez profond et liquide, le système risque de s'écrouler par le haut⁴⁵.

Enfin, cette situation provoque une sorte de syndrome hollandais. En effet, même si la supériorité technologique des industries américaines est importante, le besoin de capitaux des États-Unis fait que le dollar est surévalué, et donc que la production aux États-Unis est peu compétitive. Aussi, les entreprises américaines sont tentées de faire produire à l'étranger des produits sur lesquels elles ont un fort avantage technologique⁴⁶. Ainsi, l'étalon dollar a pour conséquence l'extraversion du système productif américain.

Ainsi, les éléments que nous venons de citer attirent l'attention sur les tensions qui pèsent sur le dollar en tant que moyen de paiement international. La conjonction de ces éléments devrait supposer une baisse du taux de change à long terme, mais cette baisse est incompatible avec la dynamique de court terme, étant donné l'importance de la dette externe des États-Unis. Enfin, ils montrent que l'hégémonie économique des États-Unis leur coûte potentiellement de plus en plus cher, en terme de taux de croissance, de maintien de la stabilité conjoncturelle du SFI, et de stabilité économique.

⁴³ Brossard (2001).

⁴⁴ Aglietta (1995) et Brossard (2001) insistent chacun à leur manière sur ce problème de financement de long terme dans une économie de financement. Mais l'idée reste la même, à savoir que dans une économie de financement, le financement par le capital risque, donc par les fonds propres, devient très important pour soutenir la croissance économique.

⁴⁵ Ce qui rend la controverse sur les coupes budgétaires de l'administration Bush (1800 milliards de dollars entre 2001 et 2011) très importante. En effet, si les coupes sont trop importantes, elles vont favoriser une augmentation du déficit courant en faisant baisser le taux d'épargne global. Mais si rien n'est fait, le marché des bons du trésor risque de devenir de moins en moins liquide, donc de plus en plus instable. Voir à ce propos Bergsten (2002b).

⁴⁶ Mc Kinnon (2001).

CONCLUSION

La balance des paiements des États-Unis est donc un instrument très fécond car elle permet de montrer les dynamiques qui existent au sein de l'économie américaine. Son analyse nous montre que l'ampleur des déficits commercial et courant n'est pas sans conséquences sur le fonctionnement du système financier international. La trajectoire de l'économie américaine est en effet à la source de la globalisation financière. La variable centrale dans cette trajectoire semble ainsi être la tendance à la baisse du taux d'épargne aux États-Unis.

Or cette situation révèle de nombreuses tensions au sein de l'économie américaine qui donnent un relief différent au débat actuel sur la reprise de l'économie américaine. Ces tensions nécessitent des arbitrages qui seront forcément douloureux, comme le souligne Kéohane lorsqu'il considère que l'hégémonie doit faire des choix entre ses intérêts à court terme et ses intérêts à long terme.

Aussi, dès lors que nous regardons quels ont été les efforts de réforme du système financier international, nous pouvons remarquer qu'un grand nombre de propositions qui semblent utiles pour le SFI ne sont pas mises en œuvre, notamment celle de la mise en place d'une zone cible entre le dollar et l'euro, ou d'une taxe Tobin à l'échelle mondiale, et même la surveillance plus active des centres *off-shores*. Seules les propositions ne mettant pas en péril le flux d'épargne mondiale vers les États-Unis semblent adoptées. D'ailleurs, dans la plupart des réflexions concernant la nouvelle architecture financière internationale, ce n'est pas tant la libéralisation financière qui est pointée du doigt, mais sa rapidité, malgré certaines critiques retentissantes sur le bien-fondé théorique de cette politique économique⁴⁷.

Or, les États-Unis n'ont pas intérêt à d'autres réformes à court terme. La responsabilité des États-Unis dans la gouvernance financière globale pourrait donc s'établir en ces termes : l'hégémonie chercherait à limiter à court terme ses contraintes d'ajustement par un désengagement actif (moins coûteux), c'est-à-dire une stratégie visant le cœur du système mondial actuel (le système financier). En ce sens, l'hégémonie américaine serait en pleine mutation, passant de la logique de Kindleberger (celle de la protection de l'intérêt général par la production de biens publics internationaux) à celle de Wallerstein (celle de la protection de ses propres intérêts, à court terme de surcroît). Ce serait là une dimension nouvelle à prendre en compte dans l'analyse du système international.

⁴⁷ BHAGWATI J.[1998], « The Capital Myth – The Difference between Trade in Widgets and Dollars », *Foreign Affairs*, vol. 77, n°3, may/June, pp. 7-12.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M.[1995], *Macroéconomie financière*, Paris, La Découverte.
- AGLIETTA M.[1998], « Le Capitalisme de demain », *Notes de la Fondation Saint Simon*, 101, novembre.
- ALLEGRET J-P.[1993], « Formation des liquidités internationales et dynamique des balances des paiements : la spécificité des périodes de crise », *Économies et Sociétés*, **28**, 9, septembre, série Relations Économiques Internationales, P32, pp. 169-189.
- BHAGWATHI J.[1998], « The Capital Myth – The Difference Between Trade in Widgets and Dollars », *Foreign Affairs*, **77**, 3, may/june, pp. 7-12.
- BERDOT J-P., KEBABDJIAN G., LEONARD J.[1999], « La dynamique du système monétaire et financier international », *Revue française d'économie*, **14**, 4, automne, pp 87-120.
- BERDOT J-P., KEBABDJIAN G., LEONARD J.[2002], « Corrélation Investissement-Épargne et mobilité internationale des capitaux », A paraître dans *Recherches économiques de Louvain*.
- BERGSTEN C.F.[2002a], « The Euro versus the Dollar : Will There Be a Struggle for Dominance ? », *Presented to a Roundtable at the Annual Meeting of the American Economic Association*, Atlanta, January 4, www.iie.com/papers/bergsten/0102-1.pdf .
- BERGSTEN C.F.[2002b], « Can the United States Afford the Tax Cuts of 2001? », *Presented to a Roundtable at the Annual Meeting of the American Economic Association*, Atlanta, January 5, www.iie.com/papers/bergsten/0102-2.pdf .
- BILLAUDOT B.[2001], *Régulation et croissance – Une macroéconomie historique et institutionnelle*, Paris, L'Harmattan.
- BONNET N., CLAVE G.[2001], « Les “early warning systems” face aux crises bancaires : les cas français, japonais et sud-est asiatique », *Communication aux journées AFSE*, Orléans, 17-18 mai 2001.
- BROSSARD O.[2001], *D'un krach à l'autre. Instabilité et régulation des économies monétaires*, Paris, Grasset.
- CERISOLA M., DE MASI P.[1999], « Determinants of the U.S. Personal Saving Rate », *IMF Staff Country Report*, 99/101, 8 juillet, chapitre V, pp. 49-61.
- CERISOLA M., FARUQEE H., KEENAN A.[1999], « Long-term Sustainability of the U.S. Current Account Balance », *IMF Staff Country Report*, 99/101, 8 juillet, chapitre V, pp. 62-73.
- COOPER R.N.[2001], « Is the US Current Account Deficit Sustainable ? Will It Be Sustained ? », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 217-226.

- D'ARISTA J.[2000], « Reforming International Financial Architecture », *Challenge*, **43**, 3, may/june, pp.44-82.
- DUBOUCHET T., GOUX J.F.[2001], « De la réglementation prudentielle à la politique micromonétaire », *Communication aux journées AFSE*, Orléans, 17-18 mai 2001.
- DUFLOUX C., KARLIN M.[1994], *La balance des paiements : concepts et pratiques*, Économica, Paris.
- EICHENGREEN B.[1999], *Toward a New International Financial Architecture. A Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- FEDERAL RESERVE BANK OF SAINT LOUIS [2001], *International Economic Trends*, February, www.stls.frb.org.
- FEDERAL RESERVE BANK OF SAINT LOUIS [2000], *International Economic Trends – Annual Edition*, July, www.stls.frb.org.
- FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL [2001], « Les conséquences de la baisse de l'offre de bons du trésor américain », *FMI-Bulletin*, 9 avril, pp. 110-113.
- FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL [2000], *Statistiques financières internationales – Annuaire*, FMI, Washington DC.
- FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL [1999], *Statistiques financières internationales – Annuaire*, FMI, Washington DC.
- HIGGINS M., KLITGAARD T.[1998], « Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow », *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, **4**, 13, decembre.
- JEFFERS E., PLIHON D.[2001], « Les investisseurs institutionnels, fer de lance de la finance internationale », *Communication aux journées d'étude AFSE*, Orléans, 17-18 mai.
- JOHNSON M., KASIBHATLA K.M, MALINDRETOS J.[2000], « Keynesian versus Monetary Approaches to the Balance of Payments », in : ARISE C. & alii [éd], *Balance of Payments Adjustment –Macro Facets of International Finance Revisited*, Chapter 8, pp 113-122.
- KEOHANE R.O.[1984], *After Hegemony : Cooperation and Discord in the World Political Economy*, Princeton, Princeton University Press.
- LENZ A.J.[2000], « The US Current Account – A Sectorial Assesment of Performance and Prospects », *Prepared for the US Trade Deficit Commission*, October.
- LOUNGANI P.[2001], « Le déficit commercial américain est élevé, mais il reste tolérable à court terme », *FMI-Bulletin*, 26 mars, pp 97-98.

- Mc KINNON R.I.[2001], « The International Dollar Standard and the Sustainability of the US Current Account Deficit », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp.227-239.
- MANN C.L.[1999], *Is the US Trade Deficit Sustainable ?*, Institute for International Economics, Washington DC.
- MANN C.L.[2000], « Le déficit extérieur courant des États-Unis est-il soutenable ? », *Finances et Développement*, **37**, 1, mars, pp. 42-45.
- MILLERON J.C [2000], « Quel risque le comportement d'épargne des ménages américains fait-il peser sur l'économie nationale ? », *Rapport de l'Agence financière, Ambassade de France à Washington*, AF/00.175/IA, 20 décembre.
- MUNDELL R.A.[2000], « A Reconsideration of the Twentieth Century », *American Economic Review*, **90**, 3, June, pp. 327-339.
- O.C.D.E [2000], *Perspectives économiques de l'OCDE*, 68, décembre.
- PAPAIOANNOU S., KEI-MY Y.[2001], « The Effects of a Booming Economy on the US Trade Deficit », *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, **7**, 2, February.
- PLIHON D.[2000], « L'économie de fonds propres : un nouveau régime d'accumulation financière », in : CHESNAIS F.(2000), *Les pièges de la finance mondiale, Appel des économistes pour sortir de la pensée unique*, La Découverte et Syros, Paris, pp 17-37.
- QUINLAND J., CHANDLER M.[2001], « The US Trade Deficit : a Dangerous Obsession », *Foreign Affairs*, **88**, 3, May/june, pp.87-97.
- TASSO G.[1995], « Soldes courants et mouvements de capitaux entre Japon et États-Unis : le tournant des années 90 », *Revue française d'économie*, **10**, 1, pp. 54-86.
- US CENSUS BUREAU [2000], *Statistical Abstract of the United States*, Washington DC, www.census.gov/prod/www/statistical-abstract-us.html .
- US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis [2000], *Summary of US International Transaction*, www.stls.frb.org/fred/data/exchange.html .
- US Trade Deficit Review Commission [2000], *The US Trade Deficit : Causes, Consequences, and Recommendations for Action*, November 14, www.ustdrc.gov/reports/finalrept-contents.html .