

## Introduction

### **Allocation de l'épargne internationale : les choix**

Robert Lion,

Directeur général de la Caisse des dépôts et consignations

**D**epuis le début des années 80, des déséquilibres entre offre et besoin d'épargne sont apparus sous l'effet, d'une part de la baisse générale du taux d'épargne des ménages, d'autre part de l'écart croissant entre pays à surplus courant (Japon et Allemagne) et pays à déficit extérieur (Etats-Unis, pays du sud de l'Europe depuis quelques années). Les tensions risquent d'être encore plus vives dans les années 90. Les différentes contributions à ce numéro montrent effectivement que les besoins d'épargne seront mondiaux et multiples : la zone des pays de l'Est fait l'objet d'une attention récente, les perspectives de développement dans certains pays du Sud paraissent plus favorables, les grands pays industriels ne pourront pas laisser leur capital public (éducation, infrastructures...) à l'abandon, comme cela a été fréquemment le cas au cours des années 80. Tout ceci provoquera une « insuffisance d'épargne », si l'offre ne suit pas un mouvement comparable.

5

#### **Qu'est-ce que l'« insuffisance d'épargne » ?**

Lorsqu'on observe l'équilibre économique, l'épargne est égale à l'investissement. Ceci n'interdit pas qu'il y ait insuffisance d'épargne au regard des investissements nécessaires. En ce cas, l'égalisation de l'épargne et de l'investissement s'effectue à travers des mécanismes tels que la hausse des taux d'intérêt ou la réduction de l'accumulation de capital dont l'effet sera négatif. Il me semble qu'il faut distinguer deux modalités de cette situation de pénurie :

— l'épargne peut se révéler insuffisante au niveau mondial par rapport à l'ampleur des projets rentables d'investissement ; il y a alors hausse globale des taux d'intérêt réels, et perte d'efficacité par rapport à une situation où les projets utiles sont entrepris. Le rendement élevé des placements financiers provoque le désintérêt des investisseurs pour les projets utiles dont le risque est apparent. De plus, l'expérience récente (junk-bonds, prêts hypothécaires dans les pays anglo-saxons et au Japon), a montré que le risque financier était souvent mal et trop tard perçu ; cependant, ce détournement de fonds vers les activités purement financières implique à court terme une hausse continue des prix des actifs spéculatifs. En outre, on assiste à l'explosion des dettes

publiques et privées, sous l'effet du cumul d'intérêts élevés, ce qui provoque à la fois des coupes dans les dépenses et l'inflation. Dans les dernières années, une telle évolution s'est observée essentiellement sous l'effet de la baisse des taux d'épargne des ménages, que le redressement des comptes publics et de ceux des entreprises n'a pas suffi à compenser. Les causes invoquées sont les plus-values boursières, l'innovation financière ou la surbancarisation qui a multiplié les possibilités d'endettement, le trop grand optimisme sur l'évolution des revenus ;

— le transfert géographique de l'épargne des zones où elle est excédentaire (Japon, OPEP, Allemagne jusqu'à présent...) vers les zones où elle est insuffisante (pays en voie de développement, Etats-Unis) s'opère mal. La crise de la dette qui s'ouvre en 1982 avec la suspension des paiements par le Mexique freine les transferts en faveur des pays du Sud ; on a vu quelle faible part prenait la modalité d'apport d'argent nouveau dans les montages réalisés à la suite du plan Brady. Même entre grands pays, la mobilité internationale de capital semble être médiocre, au moins dès qu'il ne s'agit plus de transactions sur fonds d'Etat et peut-être à l'exception des années les plus récentes, où l'investissement direct a progressé de manière spectaculaire. Certains pays doivent alors renoncer à des investissements nécessaires, alors que d'autres font une utilisation stérile de leurs excédents.

L'« insuffisance d'épargne », quelle qu'en soit la modalité, se prête difficilement au traitement macro-économique. Les taux d'épargne se révélant assez insensibles aux politiques monétaires et fiscales, les restrictions budgétaires ou les transferts en faveur des entreprises ne peuvent pas être conçus comme des solutions permanentes à ce problème. Si la pénurie persiste, certains besoins d'investissements seront sacrifiés. On abandonnera alors des projets utiles et rentables à l'échelle mondiale au profit de projets de voisinage, tels que l'investissement en Europe de l'Est pour les pays européens, ou de placements offrant la sécurité, l'achat de fonds d'Etat se substituant par exemple au financement des entreprises.

### ***L'insuffisance d'épargne sera-t-elle aussi une caractéristique des années 1990 ?***

Je peux ici m'appuyer sur certaines des contributions à ce volume.

Patrick Artus et Anton Brender portent un jugement pessimiste sur l'évolution de l'équilibre épargne-investissement au niveau mondial. Depuis dix ans, un déficit global d'épargne est apparu et a notamment contribué au niveau élevé des taux d'intérêt réels. Ses effets négatifs sur les comptes des entreprises et sur la situation des ménages ont longtemps été marqués dans un cas par l'évolution favorable des profits, dans l'autre par les plus-values en capital.

Les perspectives sont moins agréables. Même si le ralentissement de l'activité réduit le besoin d'épargne parce que l'investissement chute, l'accroissement des déficits budgétaires, spécialement aux Etats-Unis et en Allemagne, et l'incertitude quant à la remontée des taux d'épargne des ménages font penser, qu'au mieux, les grands pays industriels resteront dans

## INTRODUCTION

les années 1990 dans une situation proche de celle d'aujourd'hui ; si tel est le cas, ils ne dégageront pas d'excédent significatif disponible pour les besoins de l'Est et du Sud, dès lors que l'on excluera, vraisemblablement, le recours à l'inflation, qui allège les dettes réelles. Ex-post, il faudra bien sûr réaliser l'équilibre mondial entre investissement et épargne ; les pistes envisageables peuvent être défensives : restrictions sur les financements, fort recul de l'activité ; on peut aussi, de manière plus tonique, relever les impôts pour couvrir des dépenses publiques telles que l'éducation ou les infrastructures qui sont indispensables à l'appareil productif. Une autre voie réside peut-être dans la démographie : l'arrivée à l'âge mûr de classes nombreuses, particulièrement aux Etats-Unis, pourrait stimuler l'épargne, malgré les changements sociologiques, le désengagement de l'Etat, l'importance des héritages...

Enfermés dans ces contraintes, les pays les plus développés risquent d'en créer d'insupportables ailleurs, en se concentrant sur leurs propres situations et en tournant le dos aux besoins de développement de l'Est européen et du Tiers Monde.

### ***Qu'attendent les pays de l'Est des pays de l'OCDE dans le domaine des financements ?***

Pour l'heure, la réponse semble être si on exclut l'Allemagne de l'Est : assez peu de choses.

7

Marie Lavigne analyse les perspectives du financement de l'économie soviétique. Même si des programmes de ventes de biens publics — terre, magasins, logements — ou de privatisation des entreprises d'Etat ont été évoqués, portant sur des sommes très importantes (100 millions de roubles en 1991), l'apport envisagé du capital étranger semble encore limité. Ces investissements extérieurs directs ne représenteraient que 3 milliards de dollars par an, le reste étant principalement constitué de crédits de trésorerie et de crédits commerciaux, pour une dizaine de milliards de dollars par an.

Quels seront les besoins de financement de l'ensemble des pays de l'Est dans les années à venir ?

Nathalie Ricœur montre que, globalement, ces pays sont, à la fin de 1989, relativement peu endettés, le service de la dette représente 35 % des exportations en devises. Il y a cependant une énorme disparité par pays, puisque ce chiffre varie de moins de 20 % pour la Roumanie et la Tchécoslovaquie, à 90 % pour la Pologne. De plus, à partir de 1989, la hausse de la dette est très brutale dans de nombreux pays : + 20 % par an en Tchécoslovaquie, en Bulgarie et en Hongrie, + 17 % en URSS. Ce mouvement s'amplifie en 1990, ce qui, joint à l'incertitude sur l'issue des réformes engagées, pourrait rendre très prudents les créanciers privés. Le financement des réformes et du développement risque de reposer, dans l'avenir, sur les concours publics et les prêts des organisations internationales.

Il semble possible, pourtant, d'utiliser de manière beaucoup plus efficace, l'épargne domestique de ces pays. Jusqu'à présent, elle était centralisée par le biais des caisses d'épargne, pour une bonne part à financer le déficit

budgétaire. Elle pourrait, après la réforme fiscale et celle du système de subventions, s'investir dans le capital des entreprises privatisées ; elle pourrait surtout être déposée chez des intermédiaires financiers qui, réalisant de la transformation, prêteraient à moyen et long terme — à l'image de circuits occidentaux qu'à la Caisse des dépôts nous connaissons bien. Encore faut-il qu'une baisse du taux d'épargne, dans ces pays où l'ouverture des frontières aux produits importés va stimuler la consommation, où, par ailleurs, le pouvoir d'achat menace de stagner sinon de reculer, ne vienne pas provoquer la chute de l'épargne.

L'Europe Centrale et l'Union soviétique ont sûrement besoin de technologie, d'aide à la gestion et à l'organisation ; ont-elles au même point besoin de prêts extérieurs qui, au surplus, leur feraient courir le risque d'insolvabilité à terme rapproché ? La situation est différente en ce qui concerne l'Allemagne de l'Est, prise en charge par l'ancienne RFA. Les transferts sont ici considérables : le déficit du secteur public allemand dépassera de ce fait 150 milliards de DM en 1991, excédant 5 % du PNB de l'Allemagne unifiée. Ce dérapage allemand est envisagé par certains avec sérénité, sur les quatre ou cinq ans qui viennent ; il nourrirait gravement les déséquilibres financiers, en Europe comme à l'échelle mondiale.

Il est clair que, dans une Europe qui essaie d'assurer la fixité des taux de change, un tel « policy mix » allemand pénalisera les autres pays européens. Ceux-ci subiront la hausse des taux d'intérêt réels, sans contrepartie sous la forme d'un surcroît de demande de projets rentables d'investissement, d'offre de travail qualifiée ; ils connaîtront donc un freinage de leur demande intérieure qui permettrait à court terme de détourner une partie de leur production vers le marché intérieur allemand, mais les mettrait en position de faiblesse à moyen terme puisque leur investissement productif serait affecté par la hausse des taux ; qu'au contraire nos voisins allemands financent davantage ces lourdes dépenses publiques par l'impôt, et la croissance en Europe sera plus harmonieuse.

### ***Pays du Sud : quelques signes encourageants***

Pedro Pablo Kuczynski montre que la situation des pays d'Amérique latine s'est améliorée, notamment au plan structurel, depuis 1987. D'une part les termes de l'échange se sont redressés sous l'effet de la hausse des cours des matières premières, qui représentent 70 % des exportations de ces pays ; d'autre part, des réformes de fond, fiscales, monétaires concernant les prix ou les privatisations, ont été entreprises. La dette nette de l'Amérique latine est stabilisée, après le plan Brady, à son niveau de 1988, soit 350 milliards de dollars. Bien sûr, la situation varie : l'amélioration au Mexique contraste avec les difficultés du Brésil, où se cumulent débordements monétaires, déficits publics et nécessité d'importer l'énergie. On peut même, pour certains pays, envisager un retour d'une partie des 250 milliards de dollars de capitaux exportés d'Amérique latine vers les États-Unis, ce qui serait la solution la plus efficace pour stimuler l'investissement domestique.

Rendre à nouveau solvables les pays endettés n'est cependant pas chose

## INTRODUCTION

facile, comme le montrent Patrick Artus et Michèle Debonneuil. Si les prêteurs ne sont pas contraints à proposer simultanément une réduction de dette, comme dans le cas du plan Brady, chacun a intérêt à attendre qu'un autre prêteur le fasse, ce qui augmentera la valeur de ses créances. La situation est la même pour les nouveaux crédits, qui profitent aux prêteurs anciens et non à ceux susceptibles de les réaliser et qui peut impliquer de manière inexorable la fuite des capitaux si la productivité du capital reste trop faible dans le pays endetté (si la stabilité monétaire n'est pas correctement assurée), ou si le prélèvement fiscal anticipé y est trop lourd. Enfin, le transfert d'une partie de la dette vers les organismes internationaux est difficile à envisager sans une contribution nette de leur part qui permette à chaque partie concernée d'obtenir un surplus dans l'opération.

Il faut cependant stimuler une relance de l'investissement dans les pays du Sud. Cela signifiera des besoins de financement, c'est-à-dire un retour des capitaux, après une période où, on le mesure maintenant, ces pays ont, par un paradoxe scandaleux, contribué au financement du Nord ; durant la seconde moitié des années 80, les pays du Sud ont en effet davantage remboursé qu'ils n'ont reçu de prêts nouveaux...

### ***Les marchés et les intermédiaires financiers ne combleront pas les besoins***

Des ressources d'épargne en réduction, même légère, dans les grands pays ; des besoins considérables dans l'ancienne RDA, et aussi dans les pays du Sud s'ils avancent dans le règlement de leurs problèmes structurels, des besoins significatifs en Europe de l'Est ; des disparités géographiques qui pourraient s'atténuer du fait de la réduction des excédents japonais et allemands ou de l'évolution plus favorable des termes de l'échange pour les matières premières, mais qui ne disparaissent pas. Voilà quelques éléments probables du panorama des années 1990.

Les marchés et les intermédiaires financiers ne pourront faire face complètement à ces évolutions, s'ils répètent les excès commis durant les années 1980. La dernière décennie a vu les marchés incapables le plus souvent de valoriser correctement le risque, se fourvoyant par exemple sur les junk-bonds ou les euro-crédits. Les intermédiaires, dont le métier devrait être d'évaluer et de mutualiser le risque, ont prêté de manière inconsidérée à des emprunteurs domestiques (prêts immobiliers) ou étrangers qui se sont fréquemment révélés insolvables ; ces emballements, qui pénalisent aujourd'hui les Etats-Unis, visaient en général, à courte vue, un rendement élevé sans risques de pénalisation en raison du caractère pervers de certaines réglementations, telles que l'assurance des dépôts...

D'où la situation fragile que l'on voit : crise des caisses d'épargne aux Etats-Unis, perspectives de faillites bancaires (près de 200 banques pouvant faire banqueroute en 1991 dans ce pays, représentant un total de valeur d'environ 80 milliards de dollars), nécessité de reconstituer les fonds propres des banques japonaises. Dans tous les cas, on se soucie aujourd'hui d'un retour vers la « qualité » : ainsi, les banques américaines investissent

désormais davantage en fonds d'Etat qu'en papier privé. On peut donc espérer que, dans les années à venir, des financements plus sélectifs passeront davantage par des intermédiaires avisés.

Les intervenants sur les marchés et les autorités de tutelle s'organisent déjà à cette fin. Les banques restructurent leurs bilans ; les entreprises limitent le recours à l'endettement ; les autorités monétaires mettent en place des ratios prudentiels couvrant les différents types de risques, de défaillance, de taux, de change... Tout ceci concourt à la mise sur pied de marchés financiers plus efficaces, au sens où le rendement anticipé du projet et son risque devront être mieux valorisés. Il apparaît alors deux types d'investissements :

— ceux dont la rentabilité directe couvre largement le risque pris et dont le financement devrait se faire sans difficulté, d'autant plus que le « risque caché » dans les placements spéculatifs (Bourse, immobilier, obligations d'entreprises très endettées) est maintenant plus clairement perçu et détourne les investisseurs de ces mauvaises voies. On peut espérer que, sans mesure incitative nouvelle, les évolutions récentes des marchés fassent disparaître les segments ou motivations purement spéculatifs, c'est-à-dire les situations où la rentabilité attendue ne provient que de plus-values anticipées et non des revenus que génère naturellement l'actif financier concerné ou le projet qu'il finance. Une telle évolution sera saine : elle recentrera l'offre d'épargne sur les investissements réellement rentables ;

— ceux dont la rentabilité directe est faible, mais dont la rentabilité totale, compte tenu des effets induits — des « externalités » — est forte : infrastructures tant dans les pays en développement que dans les pays industrialisés, éducation, équipements locaux, habitat social ; ou encore projets à haut risque, par exemple capital-risque ou industrialisation des pays du Sud. Il ne sera pas possible, dans le futur, de compter sur des financements privés à bas taux pour réaliser ces projets. On ne pourra non plus compter sur l'investissement direct des entreprises ou sur le recyclage des capitaux pétroliers, comme l'attestent deux contributions à ce numéro.

Henri Bourguinat, d'abord, montre le très grand développement des flux d'investissement directs à l'étranger qui a déjà eu lieu depuis dix ans : de 1981 à 1988, le Japon a multiplié par quatre sa position extérieure en investissements directs, le Royaume-Uni et la RFA par deux. Les flux d'investissement direct de la France ont été multipliés par cinq entre 1985 et 1989. L'investissement direct est souvent postérieur à des prises de contrôle dans le domaine financier qui contribuent à son financement et caractérisent une stratégie globale d'implantation à l'étranger : plus de 30 % des investissements directs japonais sont financés par des banques japonaises implantées dans les pays d'accueil. Il s'agit, en de tels cas, d'une politique cohérente, centrée sur les projets très rentables ou à finalité commerciale (s'introduire sur des marchés protégés, contourner le protectionnisme), et dont on ne peut attendre qu'elle finance des projets de développement plus hasardeux ou moins rentables. Il en est de même du « recyclage des capitaux pétroliers » dont on a pu croire à une époque qu'ils étaient la solution à tous les problèmes d'insuffisance d'épargne, ou au contraire qu'ils déstabiliseraient totalement le système monétaire international.

## INTRODUCTION

Pierre-Marie Larnac et Jean-Paul Nicolai, ensuite, mettent en évidence que les capitaux pétroliers n'ont représenté qu'une fraction très limitée des capitaux internationaux, et n'ont certainement pas été une menace pour la stabilité du système, bien au contraire. Les balances courantes des pays de l'OPEP sont rapidement revenues à l'équilibre après les « chocs » ; les comportements d'investissement se sont révélés rationnels : préférence pour la sécurité et la liquidité en Arabie Saoudite, recherche de l'optimisation financière au Koweït. Au total, ils ont été stabilisants ; la préférence pour la liquidité a alimenté le système bancaire, le goût pour le dollar a contrebalancé les fluctuations de celui-ci ; la recherche de la sécurité a favorisé les intermédiaires n'ayant pas de comportement trop risqué. Contraste heureusement souligné entre la rationalité du comportement des investisseurs des pays pétroliers durant cette période et les dérèglements des investisseurs outre-Atlantique.

Ces capitaux sont donc aussi marqués par le désir d'une très grande sélectivité et vont le demeurer. Ni les intermédiaires financiers, ni les entreprises, ni les investisseurs structurels ne souhaiteront sans doute, dans les années qui viennent, financer d'autres projets que ceux présentant un couple rendement-risque rassurant et ne sortant pas de la moyenne ; alors un rôle central reviendra aux organisations internationales et aux institutions publiques pour la prise en charge des investissements « hors marché » et néanmoins indispensables. Nous savons bien qu'en Europe les autorités publiques ou les sociétés mixtes continuent d'intervenir largement dans le financement de ces investissements.

11

Alain Prate souligne l'effort de la Communauté Européenne en faveur des régions ayant un handicap structurel : Grèce, Portugal, Islande, Espagne, sud de l'Italie, Corse. Les « fonds structurels » destinés à ces régions atteignent de 12 à 15 milliards d'euros par an, soit environ le quart du budget communautaire (égal à 1,2 % de PNB des pays membres).

Il ne s'agit pas bien sûr de spécialiser de manière sommaire les circuits de financement, en laissant aux investisseurs privés les opérations rentables et en concentrant l'effort international et les concours publics sur les autres. Il s'agit de tirer les leçons du passé récent. Celui-ci nous a appris parmi une moisson de péripéties, que les marchés financiers éprouvaient beaucoup de difficulté à évaluer correctement des actifs ou des projets dont la réalisation et le retour étaient très longs ou dont le caractère aléatoire ne se révélait que tardivement.

En ce sens, un épaulement intelligent entre le capital privé et le financement public, fondé sur la durée des engagements nécessaires, constitue une perspective souhaitable. Ceci pourrait être le grand dessein pour une meilleure mobilisation de l'épargne, au cours de la nouvelle décennie.