

Le système monétaire international (SMI) a passé la crise financière globale de 2007-2008 sans grandes perturbations, malgré les déséquilibres internationaux, et a révélé une certaine forme de partage international des risques, comme le démontre Christophe Boucher. Cette relative stabilité ne doit cependant pas faire oublier les imperfections du SMI. Organisé autour d'un centre et d'une périphérie, le SMI procure un double privilège au pays pivot, les États-Unis : émettre la principale monnaie de réserve internationale et attirer l'investissement international. En contrepartie, il transfère d'importants montants de richesse vers le reste du monde en cas de crise. Le pays est ainsi à la fois assureur et banquier du monde. Néanmoins, la politique monétaire américaine s'impose souvent aux pays de la périphérie, notamment dans les pays émergents, et révèle ainsi un défaut de coordination au sein du SMI.

Problèmes économiques

Monnaies, taux de change et déséquilibres financiers

© CHRISTOPHE BOUCHER

Professeur à l'université Paris-Ouest - Nanterre-La Défense et CNRS

Il y a des choses que la crise n'a pas changées : l'absence de coordination au sein du système monétaire international (SMI) et le privilège exorbitant dont jouissent les États-Unis dans ce système.

À la veille de la crise financière globale de 2007-2008, et de la Grande Récession qui s'en est suivie, l'économie mondiale se caractérisait par d'impressionnants déséquilibres des balances courantes. Ces « déséquilibres globaux » comprenaient essentiellement les déficits de la balance des paiements courants des États-Unis et de certains pays de la zone euro (à l'exception de l'Allemagne, excédén-

taire) ainsi que les excédents de nombreux pays émergents asiatiques (dont la Chine) et des pays exportateurs de pétrole.

Les déséquilibres globaux faisaient craindre un dénouement violent qui serait passé par une crise du SMI et aurait pris la forme d'un arrêt brusque des flux de capitaux, d'un effondrement du dollar et d'une récession mondiale.

La crise a plutôt révélé une certaine forme de partage international des risques. Compte tenu de leur position particulière au sein du SMI et du système financier international, les États-Unis jouent le rôle d'assureur global. Ils encaissent une sorte de prime d'assurance en période faste mais enregistrent de fortes pertes en période de crise. Ce pays-centre du SMI consomme davantage que les autres pays et finance son déficit cou-

ZOOM

LES DÉSÉQUILIBRES DE FLUX ET LES DÉSÉQUILIBRES DE STOCK

Dans la balance des paiements d'un pays, le **solde du compte courant** est constitué par la différence entre ce que ses résidents gagnent et ce qu'ils dépensent. S'ils dépensent plus qu'ils ne gagnent, leur solde courant est déficitaire. Si, en revanche, les résidents d'un pays dépensent moins qu'ils ne gagnent, le solde courant du pays est excédentaire. La partie du revenu qui n'a pas été dépensée représente alors une épargne prêtée au reste

du monde. La balance courante permet donc de faire état des déséquilibres dits « de flux ». Elle reflète un besoin ou une capacité de financement des résidents vis-à-vis du reste du monde.

La **position extérieure nette (PEN)** représente la richesse ou la dette nette des résidents vis-à-vis de l'étranger à un moment dans le temps. Elle reflète plus précisément les avoirs et engagements nets des résidents vis-à-vis du reste du monde. Lorsque la PEN est négative, cela signifie que les résidents empruntent davantage au reste du monde qu'ils ne lui prêtent. Elle reflète ainsi les déséquilibres dits « de stock ». La PEN est le pendant de la balance courante en ce sens que les déséquilibres de flux viennent alimenter les déséquilibres de stock.

rant par les revenus supérieurs qu'il tire en compensation des risques qu'il prend. Lors des crises globales, en revanche, les pertes en capital sur sa richesse nette extérieure conduisent à des transferts de richesse vers le reste du monde.

Ainsi, la crise n'a entraîné ni l'effondrement du dollar, ni l'aterrissage en catastrophe de l'économie mondiale. Cependant, elle a laissé les zones développées, États-Unis, Japon et Europe, exsangues, au bord de la déflation, avec de forts taux de chômage et de lourdes dettes. Au contraire, les grands pays émergents, Inde, Chine et Brésil, ont connu une croissance supérieure aux pays avancés. Les pays avancés les plus durement touchés par la crise financière furent ainsi assez vite acculés aux politiques monétaires de taux zéro.

Ce faisant, ces politiques monétaires ultra-accommodantes ont eu d'importants effets collatéraux sur les pays émergents. Ils ont connu une forte croissance des flux de capitaux entrants avec une hausse des prix des actifs et une appréciation des monnaies, détériorant alors leur compétitivité. Mais

ces effets collatéraux ne participent pas d'une « guerre des changes » entre les pays. Ils témoignent plutôt d'un défaut de coordination internationale lorsque chaque pays cherche à réduire ses déséquilibres internes sans aucune concertation.

« Le dollar, c'est notre monnaie, c'est votre problème », affirmait le secrétaire au Trésor du président Nixon, John Connally, en 1971, au lendemain de la décision unilatérale de Washington de mettre fin à la convertibilité du dollar en or. Pas plus aujourd'hui qu'hier, les États-Unis ne se préoccupent des conséquences de leur politique monétaire sur le reste du SMI.

Les déséquilibres globaux après la crise

Les déséquilibres courants ont atteint leur pic en 2006-2007, puis se sont fortement contractés. Mais alors que ces déséquilibres mondiaux du compte courant – les « déséquilibres de flux » se réduisaient, les positions créditrices et débitrices nettes – les

« déséquilibres de stock » – ont continué de se creuser.

Pendant près de vingt ans, et jusqu'au début des années 2000, les soldes des balances courantes oscillaient entre 2 % et un peu plus de 3 % du PIB mondial. À partir de 2003, ces déséquilibres mondiaux se sont creusés pour atteindre leur apogée en 2006 et 2007. Les déséquilibres mondiaux ont ainsi doublé en quatre ans, passant de 3,3 % du produit intérieur brut (PIB) mondial en 2002 à 6,6 % en 2006.

La périphérie de la zone euro, les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Europe centrale et orientale connaissaient une aggravation de leurs déficits courants, tandis que l'Asie émergente (en particulier la Chine), les exportateurs de pétrole et plusieurs pays avancés en zone euro et en Europe du Nord engrangeaient des excédents courants.

Pour certains économistes, tels que Martin Feldstein (2008), ces déséquilibres mondiaux n'étaient pas soutenables car ils reflétaient des déséquilibres macroéconomiques, dont l'asymétrie des taux de change entre grands pays, la faiblesse des taux d'épargne et le creusement du déficit budgétaire des pays à compte de transactions courantes déficitaires. Ils craignaient que l'économie mondiale ne soit contrainte d'effectuer un atterrissage en catastrophe si ces déséquilibres macroéconomiques n'étaient pas corrigés. Il devait en résulter une chute brutale du taux de change du dollar, sous l'effet d'un alourdissement supplémentaire de la dette extérieure nette des États-Unis.

Ces déficits courants, ou de flux (voir Zoom p. XX), se sont par la suite réduits avec la crise et les différentiels de croissance liés à la reprise plus rapide dans les pays émergents. Cet ajustement est toutefois passé par une crise financière qui ne s'est pas manifestée par une crise du dollar telle que certains l'anticipaient.

Mais si les déséquilibres de flux se sont contractés, ils ne se sont pour autant pas inversés, si bien que les positions créditrices

et débitrices (c'est-à-dire les déséquilibres en termes de stocks) ont continué à s'aggraver ces dernières années. Les plus importants pays débiteurs, que sont les États-Unis, l'Espagne, l'Italie et la France, ont vu leur dette extérieure augmenter entre 2006 et 2013. Les plus importants pays créditeurs, que sont le Japon, la Chine et l'Allemagne, ont de leur côté accru leur richesse extérieure nette sur la même période.

Une architecture financière internationale qui rend les déséquilibres soutenables

Avant la crise financière globale de 2007-2008, tous les économistes ne s'inquiétaient pas de l'ampleur des déséquilibres. Mais la situation des États-Unis était moins mauvaise qu'il n'y paraissait, car le pays joue un rôle central.

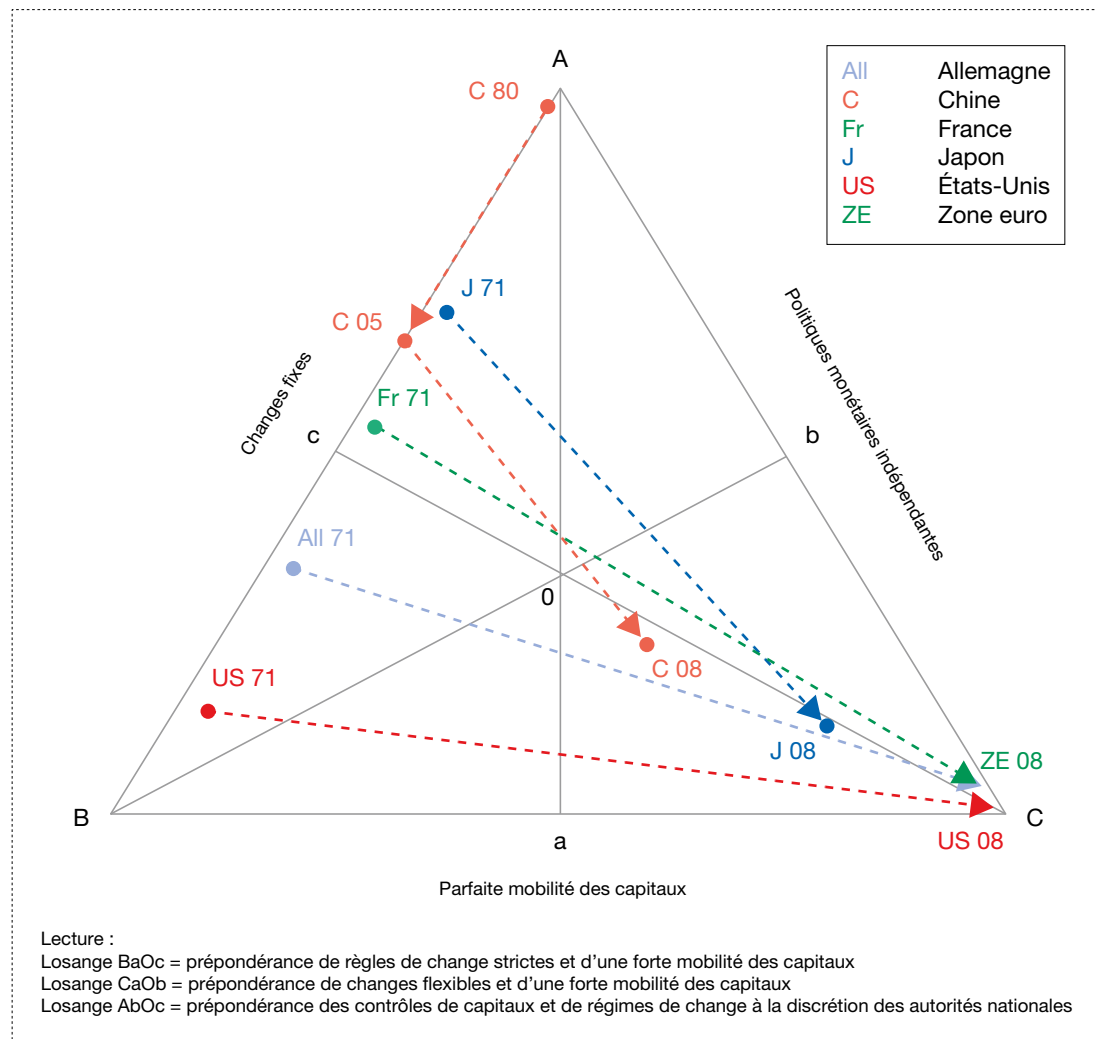
Une architecture du système financier international asymétrique

La position centrale des États-Unis au sein du système leur a conféré un « privilège exorbitant », pour reprendre la formule choisie par Valéry Giscard d'Estaing dans les années 1960 au sujet de l'avantage que le dollar, comme monnaie de réserve internationale, procurait aux États-Unis.

Aujourd'hui ce privilège exorbitant passe non seulement par l'avantage que leur donne le dollar au sein du SMI, mais également par leur position centrale dans le système financier international.

La quasi-totalité des engagements extérieurs américains sont en dollars, tandis qu'environ 70 % des avoirs américains sont libellés dans d'autres monnaies. Une dépréciation de 10 % du dollar augmente donc la valeur des avoirs à l'étranger et représente un transfert d'environ 5,9 % du PIB du reste du monde vers

Le triangle d'incompatibilité de Mundell



Source : Aglietta M., Berrebi L., Cohen A. (2009), « Banques centrales et globalisation », *Expertises*, n° 7, Groupama Asset Management.

les États-Unis. La baisse du dollar a ainsi un effet doublement positif sur les comptes extérieurs des États-Unis, dopant les exportations nettes et augmentant la valeur en dollars des avoirs américains.

Le développement et la profondeur des marchés financiers aux États-Unis constituent la seconde dimension de leur privilège. Chaque année, le reste du monde accepte de prêter aux États-Unis qui, en retour, investissent massivement en dehors de leurs frontières.

Les États-Unis : du banquier mondial à l'assureur global

Après la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis sont devenus le banquier du monde, à la suite de la Grande-Bretagne, émettant la principale monnaie internationale et fournissant des liquidités internationales. Ils pouvaient donc notamment emprunter à court terme (les étrangers cherchant à acheter des avoirs en dollars liquides) et prêter à long

ZOOM

LE TRIANGLE DE MUNDELL OU L'IMPOSSIBLE TRINITÉ

En 1962, deux économistes, le Britannique Marcus Fleming et le Canadien Robert Mundell⁽¹⁾, ont donné leur nom à un modèle de taux de change et jugé qu'il était impossible de concilier autonomie nationale, régime de change fixe et mobilité des capitaux : deux de ces objectifs seulement pouvaient être atteints. Popularisée par les économistes Maurice Obstfeld et Alan Taylor dans les années 1990, cette théorie du trilemme est devenue l'un des fondements d'une économie ouverte.

(1) En 1999, Robert Mundell a reçu le prix de la Banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel (surnommé « prix Nobel d'économie »).

terme (offrant des prêts de longue durée et des fonds d'investissement aux entreprises étrangères).

À l'instar d'une banque, ils bénéficiaient d'une marge d'intermédiation du fait de l'écart entre le rendement de leurs avoirs extérieurs et le coût de leurs engagements.

Dans les années 1990, les avoirs américains ont consisté de moins en moins en prêts bancaires de longue durée et ont pris davantage la forme d'investissements directs étrangers (IDE), mais aussi de prises de participation. Dans le même temps, les engagements sont restés essentiellement des emprunts bancaires, des crédits commerciaux et de la dette, c'est-à-dire des actifs sûrs à faible rendement (Gourinchas et Rey, 2005).

Le bilan des États-Unis s'est mis à ressembler à celui d'une société de capital-risque, où l'actif est fait d'investissements risqués à haut rendement. En revanche, pendant la crise, les États-Unis ont inversé les rôles et

ont acheminé des ressources vers le reste du monde à grande échelle, par le biais de leur portefeuille extérieur.

Rien qu'en 2008, ces ressources équivalaient à 13-14 % du PIB américain. Les États-Unis offraient une sorte d'assurance à l'économie mondiale et au reste du monde, encaissant une prime d'assurance en période faste et perdant de l'argent en période de récession.

Cependant, il est important de réaliser que leur « privilège exorbitant » représente essentiellement la contrepartie du « devoir exorbitant » des États-Unis. L'émetteur de la monnaie de réserve fournit de la liquidité au reste du monde, en particulier en temps de crise, et enregistre d'importantes pertes sur ses avoirs et engagements extérieurs.

L'Allemagne et le Japon, dans une moindre mesure, jouent également ce rôle d'assureur aux niveaux régionaux.

La « guerre des changes » révèle un défaut de coordination au sein du SMI

L'organisation du SMI combine traditionnellement trois critères : la règle de change (entre changes flexibles et changes fixes), le degré de la mobilité des capitaux, l'autonomie de la politique monétaire par rapport au change.

La trinité impossible

Les systèmes monétaires possibles sont illustrés par le triangle de Mundell (voir Zoom p. XX). Le graphique représente le triangle et les trajectoires des grandes monnaies depuis la fin du système de Bretton Woods. La plupart des pays sont allés vers les changes flexibles et vers la liberté toujours plus poussée des mouvements de capitaux. Ils évoluent donc en direction du côté BC.

Selon ce triangle, dans un monde où les capitaux circulent librement, l'objectif d'indépen-

dance de la politique monétaire exige nécessairement le flottement de la monnaie.

De la peur du flottement...

Mais Hélène Rey (2013) récuse cette analyse. Comme la plupart des décisions essentielles sont prises au centre du SMI (aux États-Unis) puis exportées vers le reste du monde du fait de la globalisation financière, aucun pays ne peut plus se servir de son taux de change pour s'isoler. En fait de trinité impossible, le monde fait juste face à un dilemme : l'indépendance des politiques monétaires n'est possible qu'en restreignant, directement ou indirectement, les mouvements de capitaux.

La plupart des analyses empiriques sur les problématiques monétaires et de change utilise la classification du Fonds monétaire international (FMI) sur la base du régime annoncé par les gouvernements (régimes *de jure*), malgré les incohérences entre les politiques déclarées et celles suivies réellement (régimes *de facto*) dans de nombreux cas.

Suivant cette classification, de nombreux pays émergents ont évolué aux cours des années 2000 vers des régimes flottants, laissant la détermination du taux de change aux forces du marché qui doivent apprécier les « fondamentaux » des pays.

Mais il est évident que la plupart des banques centrales de pays émergents ne laissent pas vraiment le marché déterminer le cours de leurs devises. La forte accumulation des réserves internationales visant à éviter une trop forte appréciation du change en témoigne. On observe la persistance d'une « peur du flottement » (Calvo et Reinhart, 2002) dans beaucoup d'économies émergentes.

Ce phénomène tient à ce que l'appréciation comme la dépréciation des monnaies est considérée comme préjudiciable. D'une part, l'appréciation du taux de change dégrade la compétitivité des producteurs nationaux. Or, les pays émergents ont pour la plupart une économie tirée par les exportations. D'autre

part, la dépréciation est également redoutée, car, malgré son impact positif sur le commerce extérieur, les effets financiers sont désastreux pour les pays émergents dont la dette est essentiellement libellée en dollars. La dépréciation renchérit la valeur des dettes à rembourser.

... à la pseudo « guerre des changes »

La crise financière globale de 2006-2007 et la Grande Récession qui s'en est suivie dans les pays avancés ont poussé les banques centrales à mener des politiques monétaires ultra-accommodantes. En effet, le risque de déflation, avec la dégradation des anticipations d'inflation et la dégradation de l'activité, a obligé les banques centrales à mener des politiques visant à faire baisser l'ensemble de la courbe des taux. Les taux courts (au jour le jour) qu'elles déterminent habituellement ont en effet assez rapidement touché leur plancher (ou limite basse) : des taux d'intérêts nuls.

Les flux de capitaux en recherche de rendement se sont alors massivement investis dans les pays émergents et ont exercé de fortes pressions haussières sur leurs monnaies.

C'est alors que s'est amorcé le débat sur la « guerre des monnaies » ou « la guerre des changes » avec l'intervention du gouverneur de la banque centrale de Chine au printemps 2009 puis la déclaration du ministre brésilien des Finances en octobre 2010. Mais l'objectif de la Fed et des autres banques centrales des pays avancés était plutôt de relancer leur économie et de réduire le risque de déflation sans considérer l'impact de leurs décisions sur les pays émergents à la périphérie du SMI.

Les pays émergents ont ainsi eu à subir les effets collatéraux des politiques monétaires des pays du centre, en particulier des États-Unis, qui cherchaient alors à résoudre leurs déséquilibres internes (faiblesse de l'activité et de l'inflation).

Parfois, il n'est pas nécessaire que les taux d'intérêt américains varient pour que se produisent ces effets collatéraux. Les simples anticipations de remontée des taux d'intérêt américains se traduisent aussitôt par des retraits de capitaux massifs des pays émergents et des violentes dépréciations de leurs monnaies. En mai 2013, il a suffi que Ben Bernanke, alors gouverneur de la Fed, déclare se préparer à ralentir le programme d'achats d'actifs qui visait à faire baisser les taux d'intérêt longs des États-Unis pour observer des retraits massifs de capitaux des pays émergents. Toute annonce d'inflexion dans la politique monétaire américaine est donc susceptible de déstabiliser les marchés des changes, sans que les pays affectés aient la possibilité de s'en prémunir.

* * *

L'architecture financière internationale reste aujourd'hui organisée sous la forme d'un centre et d'une périphérie où les États-Unis profitent d'un double privilège. D'un côté, ils émettent la principale monnaie de réserve internationale. De l'autre, ils offrent des marchés financiers profonds et liquides. Cette position unique leur permet d'attirer les capitaux du reste du monde et de s'endetter facilement. En contrepartie de ce privilège

exorbitant, les États-Unis transfèrent d'importants montants de richesse vers le reste du monde lors des crises, via leurs avoirs et engagements extérieurs.

Sans restriction des mouvements de capitaux, dans ce système, la politique monétaire américaine s'impose aux politiques monétaires nationales des pays périphériques, quels que soient les régimes de change choisis. À défaut de coordination internationale, les pays émergents subissent la versatilité des flux de capitaux et en conséquence une instabilité de leur taux de change.

Dans ces conditions, une gestion et une surveillance plus strictes des flux de capitaux internationaux, qui ont eu des effets déstabilisants et contribué à déclencher des crises, paraissent incontournables. Ce meilleur encadrement des flux de capitaux et de l'instabilité financière passe également par l'adoption de politiques macroprudentielles (Boucher *et al.*, 2015). Ces politiques macroprudentielles, déjà renforcées après la crise financière mondiale, visent à contenir ou à minimiser les risques inhérents au système financier en prenant des mesures de précaution et en améliorant la réglementation et la surveillance de tout le système.

POUR EN SAVOIR PLUS

❖ **BOUCHER C., BOUTILLIER M., BOUVATIER V., KOUONTCHOU P. et SZCERBOWICZ U.** (2015), « Introduction : risque systémique et politiques micro-macroprudentielles », *Revue économique*, vol. 66, p. 481 à 500.

❖ **CALVO G. et REINHART C.** (2002), « Fear of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117 (2), p. 179 à 407.

❖ **FELDSTEIN M.** (2008), « Resolving The Global Imbalance: The Dollar and the US Saving Rate », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22 (3), p. 113 à 125.

❖ **GOURINCHAS P.-O. et REY H.** (2005), « From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and Exorbitant Privilege », *NBER Working Paper* n° 11563 (Cambridge, Massachusetts :

National Bureau of Economic Research).

❖ **REY H.** (2013), « Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence », (Kansas City, Missouri: Federal Reserve Bank).