

# Un système défaillant

William R. White

**L'économie mondiale souffre de nombreux déséquilibres que le (non-) système monétaire international actuel ne peut éliminer**

L'ÉCONOMIE mondiale souffre de différents types de déséquilibres internationaux, qui pourraient chacun provoquer une nouvelle crise. Il faut donc se demander si ces déséquilibres ont une cause commune — l'absence de système monétaire international. À l'évidence, il n'existe plus de règle de comportement acceptée au plan international dans le but de profiter à tous à plus long terme qui pourrait prévenir l'adoption de mesures à court terme par des États souverains.

De telles règles caractérisaient le régime de l'étalon or, avant la Première Guerre mondiale, et le système de Bretton Woods, qui a été mis en place après la Deuxième Guerre mondiale, mais a imploré il y a une quarantaine d'années. Elles existent actuellement dans la zone euro, mais non à l'échelle mondiale. Les grands pays peuvent, et veulent généralement, promouvoir leurs propres intérêts à court terme, notamment en abaissant leurs taux d'intérêt et en poursuivant d'autres politiques monétaires non conventionnelles pour stimuler leur économie intérieure, quels que soient leurs effets sur les autres pays. Ce comportement peut avoir des conséquences inattendues à plus long terme sur leur économie nationale, en particulier en provoquant des tensions inflationnistes et d'autres déséquilibres intérieurs. En créant des déséquilibres internationaux de diverses natures, ces politiques peuvent de surcroît, à long terme, aller à l'encontre des intérêts d'autres pays.

Qui se préoccupe de la santé générale de l'économie mondiale? Depuis la disparition du système de Bretton Woods, le FMI — qui le supervisait — suit essentiellement le comportement de ses pays membres et fournit une aide conditionnelle aux pays qui en ont besoin.

Il continue toutefois d'exprimer ses craintes sur les politiques nationales qu'il estime ne pas servir au mieux les intérêts de la communauté mondiale. Pour nombre de grands pays, ces recommandations ne sont toutefois guère plus que des conseils. Bien que les États-Unis soient le plus gros débiteur international, ils peuvent agir comme ils l'entendent, car le dollar est toujours la principale monnaie de réserve. Quant aux grands pays créanciers, le FMI n'a jamais eu qu'une influence très limitée sur leurs politiques.

## Déséquilibres mondiaux

Il existe, pour les économistes, différentes catégories de déséquilibres mondiaux. Les déséquilibres des *comptes courants* — la différence entre ce qu'un pays dépense à l'étranger et ce qu'il reçoit de l'extérieur — sont ceux qui les préoccupent depuis le plus longtemps. Le compte courant mesure les importations et les exportations nettes de biens et services, les revenus (salaires, dividendes, etc.) et les transferts (envois de fonds, pensions, etc.). Par définition, l'excédent ou le déficit du compte courant est égal aux *flux nets de capitaux*. Les pays fortement déficitaires risquent de perdre la confiance des pays d'où émanent ces flux et de provoquer une crise de change qui aura, le plus souvent, des répercussions négatives sur la production et sur l'emploi. Paradoxalement, les États-Unis, dont le compte courant est régulièrement déficitaire depuis les années 60, n'ont subi aucune crise de la sorte, alors que les pays de la zone euro, après avoir affiché des déséquilibres de plus en plus marqués, ont sombré dans une crise jugée impossible dans une zone à monnaie unique.

Une attention croissante est portée, depuis quelques années, aux déséquilibres mondiaux

dus aux *flux bruts de capitaux transfrontaliers*. Quels que soient les mérites des *capitaux fébriles*, ces fonds, transférés d'un pays à un autre par des investisseurs en quête des rendements les plus élevés, peuvent provoquer de graves perturbations dans les petits pays — aussi bien à l'entrée qu'à la sortie. En fait, comme l'a clairement montré la crise en Asie du Sud-Est à la fin des années 90, le déséquilibre entre les monnaies de libellé des actifs (monnaie nationale) et des passifs, notamment les prêts (devises), peut mettre à mal un système bancaire. Les emprunteurs gagnent leurs revenus en monnaie nationale, mais, si celle-ci se déprécie, il leur faut payer davantage pour rembourser les emprunts contractés en devises. Les pays sources de ces flux peuvent aussi être, à leur tour, durement touchés : si les débiteurs (qui empruntent en devises) ne peuvent pas payer, les créanciers ne sont pas réglés.

Enfin, l'expression déséquilibres mondiaux peut évoquer le spectre de l'*apparition à l'échelle mondiale de déséquilibres intérieurs* qui, jusqu'ici, n'avaient été observés que dans quelques

## Le FMI n'a jamais eu qu'une influence très limitée sur les politiques des grands pays créanciers.

pays avancés, comme les États-Unis. Comment ces déséquilibres ont-ils pu se propager à partir de ces derniers? Quand les grands pays avancés suivent une politique de relâchement monétaire pour soutenir leur croissance intérieure, ils exercent de fortes pressions à la hausse sur les monnaies de petits pays avancés (comme la Suisse) et sur celles de la plupart des pays émergents. Pour diverses raisons, les autorités et les banques centrales de ces pays ont décidé de suivre la même politique, ce qui a favorisé l'offre de crédit et l'accumulation de dettes. La dette non financière des pays avancés et émergents du Groupe des Vingt (G-20) est passée de 210 % du PIB en 2007 à 235 % à la fin de 2014. Cette expansion est en grande partie imputable aux pays émergents, qui, s'ils étaient considérés pouvoir apporter une solution à la crise financière mondiale en 2008–09, semblent maintenant contribuer au problème.

### Un non-système défaillant

Il existe en fait une correspondance entre les diverses défaillances du (non-)système et les différents types de déséquilibres, et les crises se perpétueront tant que nous n'aurons pas remédié aux carences présentées ci-après.

Premièrement, *il n'y a pas de mécanisme automatique d'ajustement international*. En théorie, dans un régime de taux de change flottant librement, les monnaies des pays affichant un fort endettement extérieur et/ou un important déficit en compte courant subissent des pressions à la baisse. Les exportations deviennent meilleur marché par suite de l'affaiblissement de la monnaie, qui favorise un déplacement de la production pour satisfaire la demande extérieure pouvant être appuyé par des mesures destinées à réduire la demande intérieure. L'inverse est



censé se produire dans les pays fortement excédentaires. Ces processus assurent un ajustement harmonieux, font obstacle à une intensification des déséquilibres et évitent les crises.

En pratique, toutefois, ces forces ne font sentir leurs effets qu'à très long terme. Il serait donc illusoire de croire que des taux librement flottants permettent de résoudre sans douleur les déséquilibres des comptes courants :

- Les mouvements de taux de change ne semblent guère être liés aux relations à long terme entre les débiteurs et les créanciers. Les taux de change, sous l'effet d'une stratégie d'exploitation de la dynamique à court terme, dans le cadre de laquelle les intervenants achètent et vendent des monnaies pour profiter de la poursuite escomptée de l'évolution à la hausse ou à la baisse de leur valeur, peuvent s'écarter pendant des années de niveaux cadrant avec les facteurs fondamentaux sous-jacents.

- Les variations de taux de change n'entraînent pas toujours les transformations souhaitées des capacités de production, du moins rapidement, comme en témoignent les récentes dépréciations du yen et de la livre sterling, qui n'ont pas donné lieu à une augmentation des exportations.

- Les politiques intérieures d'un pays ne reflètent pas nécessairement sa position extérieure. Les États-Unis sont le plus important débiteur net du monde, mais rien ne les empêche de faire face à des périodes de faible demande globale en prenant des mesures supplémentaires pour stimuler la demande intérieure. Le Japon, la Chine et l'Allemagne sont de très gros créanciers, mais rien ne les décourage de faire face à une faible demande globale en cherchant à accroître encore leurs exportations. Dans une perspective à long terme, les récents efforts déployés pour encourager la baisse de l'euro et du yen n'ont guère porté leurs fruits et pourraient promouvoir un comportement similaire de la part de la Chine.

Deuxièmement, *les répercussions des politiques monétaires des grands pays avancés engendrent des perturbations*. Comme les taux sont peu élevés aux États-Unis et que de nombreux prêts internationaux sont libellés en dollars, les taux à long terme sont de plus en plus étroitement corrélés aux taux des États-Unis. Un effet direct de stimulation des dépenses des autres pays a donc un impact sur les prix des biens et des services produits à la période en cours ainsi que sur les actifs. Certains théoriciens font valoir que le seul moyen pour ces pays de pouvoir de nouveau formuler leur politique monétaire avec un semblant d'autonomie consiste à imposer des contrôles de capitaux plus ou moins restrictifs.

Les mesures de relance monétaire semblent de surcroît atténuer la perception des risques des investisseurs. Avant la crise financière mondiale, elles ont encouragé les banques d'envergure mondiale à accroître leurs prêts plus rapidement que leurs capitaux (c'est-à-dire à accroître leur ratio d'endettement) ainsi que leurs financements aux petits pays. La Banque des règlements internationaux note que, depuis la crise, les flux de capitaux internationaux sont, de plus en plus, imputables aux sociétés de gestion de patrimoine qui achètent des obligations émises par les sociétés des pays émergents. Une forte proportion de ces obligations (surtout dans le cas de l'Amérique latine et de l'Asie du Sud-Est) sont émises dans des centres financiers offshore et sont libellées en dollars. L'on peut donc craindre que les problèmes d'asymétrie de libellé des passifs et des actifs ne se posent

de nouveau si le dollar continue de se raffermir. Ces entrées de capitaux, conjuguées aux mesures visant à prévenir une hausse des taux de change, peuvent en outre engendrer l'inflation et d'autres déséquilibres liés à une expansion très rapide du crédit dans les pays émergents.



**Il serait illusoire de croire que des taux librement flottants permettent de résoudre sans douleur les déséquilibres des comptes courants.**

Certains pensent que les pays émergents sont fortement exposés aux actions des pays avancés et leur suggèrent, fondamentalement, à se protéger en coupant chacune des voies de transmission décrites précédemment, c'est-à-dire à :

- Imposer des réglementations pour réduire le recours à une politique d'endettement par les banques d'envergure mondiale et pour contrôler les sorties de capitaux des grandes sociétés de gestion de patrimoine.

- Laisser le taux de change augmenter.
- Appliquer des contrôles de capitaux pour réguler les entrées.
- Atténuer les répercussions de ces entrées en poursuivant des politiques macroprudentielles, c'est-à-dire des politiques réglementaires conçues pour réduire le risque de défaillance de l'ensemble du système financier au lieu d'une institution particulière.

Le FMI a, ces dernières années, donné son aval à nombre de ces suggestions — notamment au contrôle des capitaux, mais surtout aux politiques macroprudentielles. Ces politiques peuvent avoir un effet d'atténuation, mais elles ont toutes des inconvénients. Il est possible de contourner les réglementations, les contrôles de capitaux et les mesures macroprudentielles, ce qui provoque de fortes distorsions sur le marché libre. Leur efficacité diminue également peu à peu. S'il peut paraître judicieux de laisser le marché des changes assumer une plus grande partie du fardeau de l'ajustement, les investissements *momentum* peuvent amener des taux flottant librement à s'éloigner fortement de leur parité fondamentale pendant de longues périodes, et engendrer ainsi des distorsions économiques. Il n'existe donc aucun remède miracle.

Troisièmement, *le «non-système» actuel n'a fondamentalement pas de point d'ancrage*. Selon une règle de Taylor établie à l'échelle mondiale (l'économiste John Taylor a créé une formule pour déterminer de combien la banque centrale devrait modifier les taux d'intérêt pour faire face aux pressions inflationnistes), le taux directeur mondial est resté systématiquement inférieur au niveau prescrit par cette règle entre 2002 et 2012. D'autres méthodes montrent que, depuis 1997, les indicateurs mondiaux

du taux financier réel (après inflation) sont restés inférieurs à des indicateurs similaires du taux naturel à long terme (auquel l'inflation reste faible et les économies produisent à leur niveau potentiel, tel qu'estimé par le FMI). Les écarts entre le taux financier (réel) et le taux naturel se sont en outre fortement creusés au cours des années précédant la crise financière mondiale. Lorsque celle-ci s'est déclarée, les banques centrales ont pris des mesures qui ont rétabli un semblant de stabilité financière, mais qui ont aussi porté leurs bilans à des niveaux sans précédent. L'on ne sait guère encore quelles en seront les conséquences.

La politique monétaire reste résolument expansionniste dans presque tous les pays. Cela est particulièrement important pour les États-Unis, qui restent le point d'ancrage des vestiges d'un système monétaire international. Le système fédéral de réserve (Fed), en sa qualité de banque centrale, doit formuler ses politiques uniquement en fonction des conséquences qu'elles peuvent avoir pour les États-Unis. Cela est regrettable, non seulement pour les pays qui subissent les répercussions de ces politiques, mais aussi pour les États-Unis. Le reste du monde contribue pour une part beaucoup plus importante à la production globale qu'il y a vingt ans, et les problèmes que ces pays rencontrent pourraient facilement se répercuter par des voies inattendues sur les États-Unis.

De plus en plus d'études sont actuellement consacrées à la mesure de la liquidité mondiale — le montant des crédits et des fonds brassés dans le monde entier. Il faut s'en féliciter, car nous devons surveiller l'expansion de la monnaie et du crédit dans le monde entier. Il n'existe toutefois aucun mécanisme de contrôle permettant de ralentir ou d'accélérer le gonflement des liquidités mondiales lorsque celles-ci semblent excessives ou inadéquates. Certains proposent de mettre en place un processus de suivi coordonné au niveau international pour évaluer les effets des politiques monétaires nationales sur les autres pays; il conviendrait toutefois de déterminer s'il ne serait pas préférable d'établir un système monétaire international fondé sur des règles.

Quatrièmement, *il n'existe aucune source adéquate de liquidités internationales en cas de crise*. Les ressources dont dispose le FMI pour soutenir les pays éprouvant des difficultés de balance des paiements seraient loin d'être suffisantes si plusieurs petits pays — ou même un seul grand pays — se trouvaient simultanément en difficulté. En l'absence de ressources suffisantes dans le secteur public, le retrait des financements du secteur privé entraînerait une baisse de la demande intérieure qui aurait pour effet d'éliminer le déficit du compte courant. La récession qui s'en suivrait serait toutefois extrêmement douloureuse — comme l'a constaté l'Indonésie vers la fin des années 90, où l'absence de financements privés a provoqué l'effondrement de l'économie et une inflation massive. Les profondes récessions observées plus récemment à la périphérie de l'Europe, lorsque les banques internationales (essentiellement dans les pays du cœur de l'Europe) ont mis un terme à leurs prêts, ne font que confirmer ces problèmes.

Il est vrai que, au début de la crise financière mondiale de 2008, la Fed a conclu des accords de swap qui ont permis à un certain nombre de pays d'obtenir des dollars. De nombreuses banques européennes, par exemple, ont connu une perte de liquidités en dollars lorsque les sources de financement des États-Unis (en particulier les fonds communs de placement du marché monétaire)

se sont pour l'essentiel tariés. Quelques pays ont toutefois bénéficié de la situation, mais les critères retenus pour les choisir, établis par la Fed plutôt que par la communauté internationale, sont opaques. Les accords de swap, qui, au départ, devaient être temporaires, sont devenus permanents en octobre 2013.

Si les pays estiment qu'ils ne peuvent pas compter sur le FMI pour obtenir un appui suffisant sous forme de liquidités en temps de crise — ou souhaitent éviter les conditions associées aux programmes appuyés par le FMI —, il n'est guère surprenant qu'ils cherchent à accumuler des réserves. Cette accumulation contribue malheureusement à exercer des pressions à la baisse sur la valeur des monnaies qui s'apprécient, ce qui accroît la probabilité d'une accélération de l'inflation, d'autres déséquilibres et, à terme, d'une crise. Une telle crise semble actuellement menacer un certain nombre de grands pays émergents. En d'autres termes, l'accumulation de réserves accroît la capacité d'un pays à faire face à une crise, mais elle accroît aussi la probabilité d'une telle crise. Les pays sont en outre tentés de s'accorder un soutien mutuel à l'échelle régionale, par exemple en ouvrant des lignes de crédit garanties entre les banques centrales de la région. Bien qu'elles soient utiles à certains égards, ces dispositions régionales peuvent également compromettre le sentiment de solidarité mondiale. Elles peuvent en outre être assorties de conditions nettement moins rigoureuses — telles que l'apport de modifications politiques réglementaires économiques — que celles qu'exigerait normalement le FMI pour fournir son appui. Une intensification de l'aléa moral, dans un monde caractérisé par ce dernier, ne semble guère optimale.

### Des règles sont nécessaires

Ce qui passe actuellement pour un système monétaire international ne l'est en fait pas, parce qu'il ne comporte pas de règles. Il n'a pas de mécanisme d'ajustement international automatique des déséquilibres des comptes courants. Il ne permet pas d'éviter les effets massifs, notamment sous forme de flux bruts de capitaux, des politiques des grands pays (en particulier les États-Unis) sur les pays de moindre taille; ce qui peut avoir des retombées nuisibles. Il n'a pas de point d'ancrage pour l'expansion mondiale du crédit et de la monnaie, et il ne comporte pas de prêteur de dernier recours disposant de ressources adéquates au niveau international.

L'approbation volontaire par tous les grands pays d'un système monétaire international qui impose des responsabilités à tous pourrait contribuer, dans une large mesure, à réduire les dangers associés aux déséquilibres mondiaux. Les débiteurs importeraient en fait la volonté d'accomplir rapidement ce qui doit être accompli. Les créanciers seraient également forcés de contribuer, sachant que les crises peuvent également les toucher. Il serait très utile de faire comprendre à tous les intervenants les défaillances du non-système actuel, mais cela ne sera pas facile. Il sera toutefois encore plus difficile de mobiliser les États souverains pour coopérer à la conception d'un système mondial qui servira à long terme leurs propres intérêts. ■

*William R. White est le Président du Comité d'examen des situations économiques et des problèmes de développement de l'Organisation de coopération et de développement économiques. Il a rédigé cet article à titre personnel.*