

LES DESEQUILIBRES FINANCIERS GLOBAUX ET LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

PAR

MICHEL AGLIETTA¹

L'ampleur des déséquilibres financiers américains est devenue une préoccupation lancinante. L'existence de ces déséquilibres n'est certes pas contestée, mais leur interprétation, leur viabilité et les solutions à y apporter font l'objet de controverses.

Ce n'est guère surprenant. De fait, si un pays, les Etats-Unis en l'occurrence, emprunte «excessivement», cela signifie qu'il trouve des prêteurs consentants dans un univers financier globalisé. Et s'il emprunte à l'étranger, c'est qu'il dépense plus qu'il ne produit et vit donc en quelque sorte au-dessus de ses moyens. Or, s'il en est ainsi, n'est-ce pas parce que d'autres pays ont une demande intérieure insuffisante pour utiliser pleinement leurs capacités de production?

Dans une perspective intertemporelle, il apparaît que, si on prête, c'est qu'on pense que le débiteur pourra dans l'avenir dégager les ressources pour honorer sa dette. L'endettement des Etats-Unis n'est-il pas alors la preuve d'une confiance quant au potentiel de croissance de l'économie américaine? Dans le même temps, il est possible que les Etats-Unis exploitent la position dominante de leur monnaie dans les échanges internationaux, empruntant à l'étranger dans des conditions plus favorables que tout autre pays parce que l'usage du dollar par le reste du monde est plus avantageux que celui de toute autre devise.

LES DESEQUILIBRES DES BALANCES DE PAIEMENTS, REFLETS DE CHANGEMENTS STRUCTURELS DANS L'ECONOMIE MONDIALE

L'extrême polarisation de l'évolution des soldes courants est stupéfiante lorsqu'on observe l'évolution récente, depuis 2001, au niveau moyen des années 1990. Alors que la zone euro est pratiquement équilibrée tout du long, deux régions sont déficitaires : les Etats-Unis et les pays d'Europe centrale et orientale (PECO). Le déficit croissant, mais faible à l'échelle mondiale, de ces derniers est compensé par l'excédent croissant des «autres pays industrialisés» – hors Etats-Unis, zone euro et Japon. L'augmentation du déficit américain est de 513 milliards de dollars, pour un montant de 666 milliards en 2004 et une prévision d'au moins 725 milliards en 2005. En contrepartie, trois grands blocs connaissent des excédents croissants d'ampleur voisine : le Japon, le reste de l'Asie et les pays exportateurs de matières premières. On remarque que la part de la Chine dans cette accumulation d'excédents est modeste, de l'ordre de celle de la Russie. Cela indique que la politique américaine agressive à l'égard de la Chine n'a pas de justification économique. Enfin l'Amérique latine n'a pas un excédent très élevé, mais elle vient d'un déficit très important (cf. le tableau 1).

Pour découvrir les raisons de ce schéma particulier du financement international, il convient de s'intéresser de plus près à l'équilibre épargne-investissement des régions de l'économie mondiale (cf. le tableau 2). Ce tableau présente le solde financier rapporté au PIB des pays ou régions, c'est-à-dire l'écart entre l'épargne nationale et l'investissement national en pourcentage du PIB.

TABLEAU 1
Balances courantes dans les grandes régions économiques du monde
(en milliards de dollars)

<i>Pays ou régions</i>	<i>Moyenne des années 1990</i>	<i>2001</i>	<i>2004</i>	<i>2004 – moyenne des années 1990</i>
Etats-Unis	-153	-388	-666	-513
Zone euro	20	13	36	+16
Japon	107	88	172	+165
Autres industrialisés	-7	36	42	+49
Chine	13	17	69	+56
Autres émergents d'Asie	9	74	124	+115
Amérique Latine	-49	-54	16	+65
PECO	-12	-17	-51	-39
Russie	10	34	60	+50
Reste du monde	22	34	117	+139

Source: BRI, 75eRapport annuel, p.21.

¹ Professeur à l'Université de Nanterre (Paris X, France) et conseiller du Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII, France).

Le tableau 2 illustre le changement radical amené dans la croissance mondiale par la crise asiatique et les crises financières qui en ont été les répercussions. Les deux zones les plus touchées par les crises, c'est-à-dire l'Asie émergente hors Chine et l'Amérique latine, n'ont pas seulement subi une récession temporaire. Elles ont repris la croissance et leurs taux d'investissement se sont redressés après 2001. Leur épargne ayant progressé bien plus que leur investissement, ces zones, qui étaient emprunteuses nettes pour la majeure part des années 1990, sont devenues de plus en plus prêteuses nettes. Cela signifie clairement que les crises financières ont entraîné un changement dans le mode de croissance.

La crise a entraîné une terrible récession, avec la nécessité de restructurer les bilans et de se désendetter durablement. Elle a aussi laissé des capacités de production excédentaires très importantes. En même temps, les très fortes baisses des taux de change ont énormément accru la compétitivité de ces pays. Il en résulte un redéploiement complet de la croissance vers l'exportation. L'investissement qui la soutient est minimal et financé par l'épargne interne. Celle-ci laisse une capacité de financement à cause du ralentissement drastique de la consommation.

TABLEAU 2

Sources et usages de l'épargne mondiale – soldes financiers
(en% du PIB des pays et groupes de pays concernés)

<i>Pays ou régions</i>	<i>Moyenne 1990-99</i>	<i>Moyenne 2000-02</i>	<i>2004</i>
Economies avancées dont :	-0.5	-0.4	-1.3
Etats Unis	-2.4	-3.2	-6.0
Zone euro	+0.4	+0.4	+0.7
Japon	-2.3	+2.5	+3.7
Economies émergentes dont :	-1.9	+1.7	+2.3
Chine	+1.8	+2.0	+4.1
Autre Asie	-1.2	+1.8	+2.7
Amérique Latine	-2.6	-2.0	+1.2
PECO	-2.7	-4.3	-4.7

Source: BRI, 75eRapport annuel, p.24.

De son côté, la Chine, qui a toujours eu une capacité de financement, dégage une épargne de plus en plus forte avec la politique de contention du surinvestissement menée par le gouvernement à partir de 2004.

Le Japon a aussi été un pays à capacité de financement structurelle, mais l'approfondissement de la déflation après la crise asiatique et l'effort des banques pour résorber les créances douteuses ont asphyxié la consommation et profondément démoralisé les ménages. Aussi la reprise de la croissance, lorsque l'assainissement financier des entreprises a été bien engagé, s'est-elle faite sans le moindre dynamisme de la consommation.

On voit donc que le Japon et la totalité des pays émergents, hormis les PECO, qui n'ont pas subi les répercussions des crises financières, sont devenus des pourvoyeurs de moyens de financement au lieu d'être des pôles de croissance grâce à la demande intérieure.

EXPANSION MONETAIRE ET DYSFONCTIONNEMENTS
DANS LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

Les observations précédentes n'apportent qu'une explication partielle à la polarisation croissante des positions extérieures nettes dans le monde. Comment le financement des déséquilibres de plus en plus grands peut-il se faire sans déclencher un ajustement spontané par les marchés à travers le changement de la structure des prix internationaux – taux d'intérêt et de change –? Il convient de comprendre la structure monétaire sous-jacente au financement des déficits internationaux, c'est-à-dire du déficit extérieur des Etats-Unis. De fait, le système monétaire international (SMI) est loin d'être neutre dans l'acceptation des niveaux élevés d'endettement américain par les non-résidents : c'est un système hiérarchisé, dans lequel le dollar joue le rôle de devise-clef. Cela signifie que la plupart des pays qui sont créanciers des Etats-Unis, toute l'Asie et la plupart des émergents hors Asie, ont des monnaies liées au dollar. Ces monnaies ne sont pas nécessairement ancrées par un change rigoureusement fixe, comme l'est Hong Kong et comme l'était la Chine jusqu'en juillet 2005, mais nulle part les gouvernements de ces pays ne laissent le taux de change se déterminer par le marché. On peut parler de semi-étalon dollar.

Cette organisation monétaire de fait a entraîné une interprétation extrême de la polarisation des dettes sur les Etats-Unis. C'est l'hypothèse du «Nouveau Bretton Woods», qui rassemble ceux qui considèrent que le déficit des Etats-Unis peut être quelconque et qu'il est indéfiniment soutenable. Le déficit américain résulterait d'un échange mutuellement avantageux entre une demande de biens étrangers par les

consommateurs américains et une demande de titres de dettes américaines par les non-résidents. La partie des nouvelles dettes émises que les agents privés ne veulent pas détenir est absorbée par les banques centrales, qui supportent le choix politique de la croissance tirée par les exportations. Les agents économiques américains étant ceux qui soutiennent le plus la croissance mondiale, le niveau global de l'épargne mondiale s'y adapte et la distribution des soldes des balances courantes dans le monde reflète les contributions des pays prêteurs à la croissance mondiale.

Dans cette interprétation, les consommateurs américains sont des emprunteurs en dernier ressort, qui combattent les forces déflationnistes mondiales résultant du basculement dans la croissance extravertie des zones potentiellement les plus dynamiques du monde. Les dettes américaines peuvent grossir tant que ce régime de croissance subsistera, parce que le système de semi-étalon dollar garantit une stabilité des taux de change suffisante pour éviter le risque de dévalorisation brutale des avoirs de ceux qui détiennent les dettes.

Cet argument semble solide en logique parce que la structure qu'il décrit concilie les intérêts des créanciers et des débiteurs dans la phase actuelle de la globalisation. Cependant, il ne prend pas en compte une autre fonction du système monétaire international, qui est de fournir et de réguler la liquidité globale. Or, de janvier 2001 à juin 2004, la Réserve fédérale a mené une politique monétaire très expansive, qu'elle n'a ensuite inversée qu'avec une grande prudence. Il en a résulté une expansion rapide de la base monétaire, laquelle a été multipliée dans le monde par le mécanisme de semi-étalon dollar. C'est pourquoi la base monétaire mondiale a progressé très vivement pour atteindre 20% en rythme annuel en 2003 et 15 à 18% en 2004 et au premier semestre 2005.

Le système monétaire international centré sur le dollar produit donc un mécanisme global d'expansion monétaire qui amplifie les impulsions de la politique monétaire américaine. Dans la période la plus récente – année 2004 et premier semestre 2005 –, la contribution à la croissance de la base monétaire mondiale a été de 30% pour les pays développés, 55% pour l'Asie hors Japon et les PECO, 15% pour les pays producteurs de matières premières – Amérique Latine, Russie, OPEP. Ces liquidités sont recyclées aux Etats-Unis soit directement par les banques centrales étrangères sous la forme d'achats d'actifs financiers américains, soit indirectement par les agents privés des pays exportateurs qui préfèrent les investissements financiers aux investissements productifs.

Le système de semi-étalon dollar permet donc à l'excès d'épargne mondiale de financer l'endettement des Etats-Unis dans des conditions qui contrecarrent les objectifs de la politique monétaire américaine. En effet, le resserrement progressif de la politique monétaire n'entraîne pas les taux longs. Le très faible rendement des marchés obligataires nourrit la bulle spéculative immobilière dans de nombreux pays du monde, car ce sont les prix des actifs qui subissent de plein fouet la recherche de rendement des agents pourvus de liquidités excédentaires à placer. Comme la très forte contraction des marchés boursiers en 2001-2003 a relevé sensiblement la prime de risque sur les actions, l'engouement des investisseurs s'est porté sur les obligations et sur l'immobilier.

On a donc montré que le financement en apparence illimité de la dette extérieure américaine grâce à l'hégémonie du dollar provoque un dysfonctionnement global dans le système monétaire international, qui met en échec l'ajustement des balances de paiements par la baisse du dollar. En nourrissant une expansion des liquidités beaucoup plus rapide que la croissance nominale mondiale, le système de semi-étalon dollar déconnecte les taux longs de la politique monétaire, établit une corrélation élevée des taux longs entre les pays et stimule la hausse des prix immobiliers et des matières premières. Les répercussions ne se trouvent pas dans une remontée de l'inflation conventionnellement définie, mais dans le risque de crise financière par éclatement de bulles sur les prix des actifs. Enfin, et surtout, le système monétaire international canalise la plus mauvaise utilisation possible de l'épargne mondiale. Au lieu d'inciter les transferts d'épargne des pays à population vieillissante vers les pays émergents pour y financer la croissance de la consommation, il polarise l'épargne du reste du monde vers le financement à crédit de la consommation du pays le plus riche du monde.

LA MONTEE EN PUISSANCE DE L'ASIE ET LES CHANGEMENTS POSSIBLES DANS LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

Les déficits américains sont largement la contrepartie des régimes de croissance extravertis dans les pays émergents et de la déflation japonaise. Affirmer qu'ils sont indéfiniment soutenables à 6% du PIB américain, en sorte que la position débitrice nette des Etats-Unis se stabilise à 100% du PIB pour une croissance potentielle américaine de 3% par an, c'est supposer implicitement que les pays qui font la contrepartie auront toujours intérêt à la faire. Ils devraient se satisfaire du régime de croissance dans lequel

ils se trouvent aujourd'hui. Sachant qu'il s'agit de pays dont la population active croissante aspire à une augmentation de son niveau de vie, cette hypothèse implicite est hautement sujette à caution, notamment dans le cas de la Chine et des autres pays asiatiques. Tous ces pays ont réagi à la crise asiatique en se mettant en situation d'autonomie financière à l'égard de l'Occident grâce à un désendettement et une accumulation de réserves de change. Cette autonomie leur donne maintenant un pouvoir de commande sur la finance internationale. Ce pouvoir pèse aujourd'hui sur les prix internationaux et sur les taux d'intérêt obligataires.

Cependant, les conditions financières d'une croissance plus autocentrée sur la consommation interne sont en train de se construire grâce aux réformes financières. L'engagement dans ce régime de croissance sera incompatible avec le défaut d'épargne aux Etats-Unis. La discordance des objectifs aura nécessairement des conséquences monétaires qui forceront l'économie américaine à épargner plus.

Un régime de croissance plus orienté vers la demande intérieure doit être piloté par des moyens de politique économique affectés à des objectifs de régulation de la demande. En retour, cela conduit à des changes plus flexibles vis-à-vis du reste du monde et liés entre eux dans la zone asiatique. Le taux de change entre le yuan et le yen devrait devenir directeur pour le système régional des changes. Hong Kong sera englobé dans l'économie chinoise et perdra son lien avec le dollar. Un pôle monétaire adossé à une zone économique à très grand potentiel humain et en croissance systématiquement plus rapide que l'Occident est capable d'affaiblir l'hégémonie du dollar d'ici une dizaine d'années.

En effet, les monnaies asiatiques deviendront convertibles et les financements provenant des pools d'épargne de la région seront libellés dans les monnaies de la zone. L'épargne occidentale à la recherche de rendement sera attirée par le pôle de croissance aux conditions que leur feront les emprunteurs. Ceux-ci auront tout intérêt à exiger un partage des risques en empruntant en monnaies nationales pour une partie de leurs emprunts. Cela suppose que des moyens de financement à long terme soient disponibles et renvoie donc au développement des marchés obligataires en Asie. Les firmes pourront alors emprunter en monnaies nationales et les épargnants bénéficier d'un rendement plus élevé. Cet approfondissement financier est censé réduire l'excès d'épargne qui se place actuellement aux Etats-Unis dans des conditions de basse rémunération et de risque élevé de dévalorisation.

Le déploiement d'un régime de croissance mondiale principalement soutenue par l'Asie va conduire à un oligopole monétaire fondé sur trois ensembles monétaires : un pôle dollar, un pôle euro et un pôle yen-yuan. Certes, les taux de change entre ces monnaies seront flexibles, mais ils ne pourront pas être abandonnés aux marchés. Il faudra bien, en effet, garantir les fonctions collectives de la monnaie internationale en l'absence d'une devise-clef. Le système monétaire international entrera dans l'ère de la co-responsabilité. Ce n'est d'ailleurs qu'un des multiples domaines dans lesquels une gouvernance mondiale devra être inventée pour gérer des biens collectifs globaux. Dans le domaine monétaire, le format institutionnel existe déjà : c'est la concertation intergouvernementale dans un groupe ad hoc. Il suffira de réformer le G7, en sorte que la zone euro parle d'une seule voix, et d'y accueillir la Chine et, ultérieurement, sans doute d'autres puissances continentales émergentes. Il sera aussi utile de réformer le FMI, qui devrait voir son rôle de tutelle des pays émergents dépérir au fur et à mesure où ceux-ci prendront leur autonomie financière. Le FMI devrait poursuivre son évolution déjà entamée vers un rôle de surveillance des risques dans les marchés financiers globaux et de gestionnaire du risque systémique en collaboration avec le nouveau groupe de pilotage des relations monétaires internationales.