

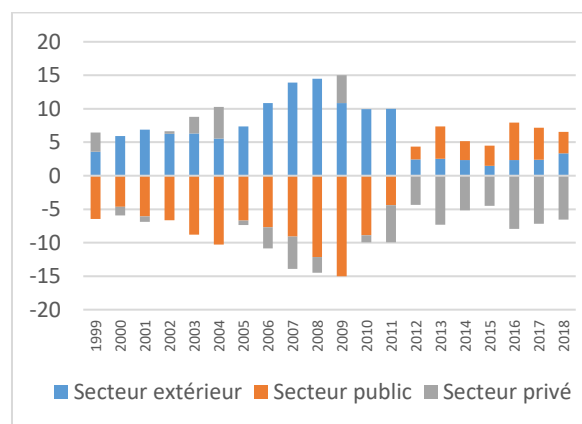
L'équilibre macroéconomique et l'architecture financière internationale

Mise en perspective

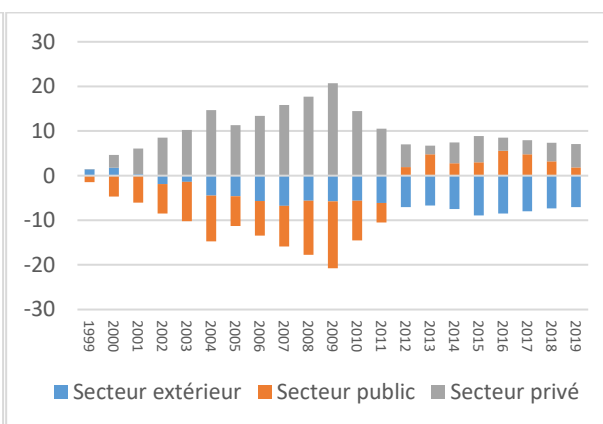
En plein cœur de la crise européenne de la dette souveraine, le ministre allemand des finances, le conservateur Wolfgang Schäuble, s'exclama en février 2012 : « *La Grèce doit cesser d'être un puits sans fonds!* ». En effet, comme le montre le panel de gauche du graphique ci-dessous, l'économie grecque avait accumulé chaque année un déficit public et un déficit commercial depuis son entrée dans la zone euro en 1999. Mais dans le même temps – ce que n'avait pas relevé Mr Schäuble - le panel de droite indique que la contrepartie comptable du déficit grec avait été l'accumulation d'excédents commerciaux, privés et même publics (à partir de 2013), par l'économie allemande au cours de la même période.

Equilibre macroéconomique 1999-2018

Grèce



Allemagne



Ces deux graphiques nous rappellent qu'un des principes fondamentaux de l'analyse économique s'applique aussi à l'économie ouverte : les importations des uns sont les exportations des autres, et les déficits des uns sont les excédents des autres. Et pour comprendre ces relations macroéconomiques internationales, la balance des paiements reste un outil incontournable. Ainsi, lorsque le solde du compte financier de la balance des paiements est négatif, l'économie nationale acquiert automatiquement des créances émises par le reste du monde. À l'inverse, si le solde du compte financier de la balance des paiements est positif (c'est-à-dire, si le solde du compte courant est négatif), l'économie nationale émet un passif, qui sera accumulé comme une créance par le reste du monde. Enfin, si le solde du compte courant (et donc aussi du compte financier) de la balance des paiements est équilibré, il n'y a ni émission de dette ni accumulation de créance vis-à-vis du reste du monde. Le solde de l'économie nationale est à l'équilibre, et la position du secteur privé est le miroir de celle du secteur public. L'objet de ce chapitre est d'examiner en détail ces mécanismes fondamentaux, ainsi que leurs implications pour l'analyse macroéconomique, dans une perspective historique et géopolitique.

Objectifs d'apprentissage

- Savoir construire et interpréter l'équilibre macroéconomique d'un pays au cours du temps
- Comprendre les origines déséquilibres commerciaux et financiers internationaux
- Se familiariser avec les débats autour de l'architecture financière internationale

1. L'équation d'équilibre macroéconomique internationale

Dans une économie fermée, le déficit (ou le surplus) du secteur privé est la stricte contrepartie comptable du surplus (ou du déficit) du secteur public. Mais l'ouverture économique rend cette égalité partiellement caduque. En effet, avec l'ouverture économique, nous devons prendre en compte les multiples interactions des secteurs privés et publics avec le reste du monde. Pour ce faire, un troisième secteur doit être inclus dans l'analyse : le reste du monde. Ceci nous permet de poser l'*équation fondamentale d'équilibre macroéconomique internationale* :

$$\text{Solde du secteur privé} + \text{Solde du secteur public} + \text{Solde du secteur extérieur} = 0 \quad (1)$$

Dans l'équation (1), le « solde » de chaque secteur se définit comme son « épargne » c'est à dire la part de son revenu annuel qui n'est pas dépensée. Cette épargne peut bien évidemment prendre une valeur positive (si les revenus sont supérieurs aux dépenses) ou négative (dans le cas opposé). Ainsi, pour une année donnée :

- le « *solde du secteur privé* » correspond à la différence entre les revenus et les dépenses des ménages et des entreprises
- le « *solde du secteur public* » correspond à la différence entre recettes fiscales et dépenses,
- le « *solde du secteur extérieur* » correspond aux nouvelles créances étrangères sur l'économie nationale, c'est-à-dire aux prêts nets à l'économie nationale effectués par les non-résidents.

Ce dernier solde est donc égal à la valeur du solde du compte financier de la balance des paiements (qui est, comme nous l'avons montré au chapitre précédent, la contrepartie comptable de l'excédent ou du déficit commercial annuel).

Nous retrouvons ici plusieurs principes désormais familiers. L'épargne macroéconomique accumulée par un secteur donné prend la forme d'actifs financiers... qui correspondent, nécessairement, à des passifs émis par les autres secteurs. Dit autrement, le « solde » de chaque secteur est égal à la somme qui doit être prêtée (ou empruntée) aux deux autres secteurs pour assurer le bouclage de l'équilibre macroéconomique.

Il est bien évidemment impossible aux trois secteurs macroéconomiques d'accumuler simultanément de la richesse financière ou des dettes. Le déficit d'un secteur est, par identité comptable, strictement égal à la somme des surplus budgétaires des autres secteurs. Pour qu'un secteur donné puisse obtenir un surplus budgétaire, il faut *qu'au moins un autre secteur soit simultanément en déficit*. Comme nous l'avons déjà établi au chapitre précédent, « *il faut être deux pour valser* ».

1.1. Démonstration par la comptabilité nationale

L'équation (1) n'est pas un postulat théorique, mais une identité dérivée de la comptabilité nationale. Marc Lavoie (2016) propose la démonstration suivante. Commençons par définir le Produit Intérieur Brut (PIB) comme l'ensemble des dépenses réalisées au cours d'une année. Le PIB correspond ainsi à la somme de la consommation (C), des investissements (I) du secteur privé, des dépenses de l'État (G) et du solde commercial (exportations X moins les importations M) :

$$PIB = C + I + G + (X - M) \quad (2)$$

Nous définissons ensuite le Revenu National Brut (RNB). Le RNB est un indicateur proche du PIB, mais il est plus complet, car il inclut également les revenus nets perçus du reste du monde : c'est à dire les transferts (Tr_f) et les rendements sur les actifs étrangers (r_f). Le RNB se définit comme suit :

$$RNB = C + I + G + (X - M) + Tr_f + r_f \quad (3.1)$$

Dans l'équation (3.1), le terme $(X - M + Tr_f + r_f)$ correspond au solde du compte courant de la balance des paiements (S_c). Or ce compte est le miroir du solde du compte financier de la balance des paiements S_f . Puisque $S_f = -S_c$, l'équation (3.1) peut donc se réécrire comme suit :

$$RNB = C + I + G - S_f \quad (3.2)$$

Le Revenu National Brut est ventilé en dépenses en consommation (C), en épargne (S) ou en paiement d'impôts (T) :

$$RNB = C + S + T \quad (3.3)$$

En combinant les équations (3.2) et (3.3), nous obtenons l'équation (4) :

$$\begin{aligned} C + I + G - S_f &= C + S + T \\ \rightarrow (S - I) + (T - G) + S_f &= 0 \end{aligned} \quad (4)$$

L'équation (4) correspond à l'équilibre macroéconomique international (défini dans l'équation (1)). Elle indique que la somme du solde du secteur privé (S-I), du secteur public (T-G) et du reste du monde (S_f) est toujours, par construction comptable, égale à zéro.

Cette équation (4) nous permet de mettre à jour des relations cruciales pour comprendre l'économie ouverte. En effet, elle montre que :

- les déficits publics et les excédents commerciaux font la richesse financière du secteur privé. En effet, si $(T - G) < 0$ et $S_f = -S_c < 0$ alors $(S - I) > 0$.
- les surplus budgétaires publics et les déficits commerciaux font la dette financière du secteur privé : si $(T - G) > 0$ et $S_f = -S_c > 0$ alors $(S - I) < 0$.
- les déficits commerciaux et les surplus privés font la dette publique : si et $S_f = -S_c > 0$ et $(S - I) > 0$ alors $(T - G) < 0$

1.2. Les déséquilibres internes font les déséquilibres externes... et vice-versa

Si l'équation d'équilibre est toujours vérifiée, la position macroéconomique de chaque pays découle de la dynamique interne à chaque économie. Pour mieux comprendre les liens entre la dynamique interne et la position extérieure d'une économie, il est nécessaire de faire apparaître une nouvelle variable : l'épargne nationale S^N , qui se définit comme la somme de l'épargne du secteur privé, S, et du secteur public (T-G) :

$$S^N = S + (T - G) \quad (5)$$

En insérant l'équation (5) dans l'équation (4), nous obtenons par simple substitution :

$$(S^N - I) = -S_f = S_c \quad (6)$$

L'équation (6) indique que les déficits commerciaux (ou dit autrement, les entrées nettes de capitaux) reflètent l'écart entre l'épargne nationale et l'investissement domestique.

Autrement dit, *les déséquilibres externes sont le reflet de déséquilibres internes*.

Considérons deux cas de figure.

- Si l'épargne nationale est supérieure à l'investissement domestique ($(S^N > I)$), l'économie nationale dégage une capacité de financement mise à disposition du reste du monde. L'économie exporte donc un volume de capitaux ($S_f < 0$) égal à son excédent commercial ($S_c > 0$).
- Si l'épargne nationale est inférieure à l'investissement domestique ($(S^N < I)$), l'économie émet un besoin de financement financé reste du monde. L'économie importate donc un volume de capitaux ($S_f > 0$) égal à son déficit commercial ($S_c < 0$)

Le raisonnement ci-dessus pourrait laisser penser que chaque pays peut contrôler sa position extérieure en ajustant les deux variables internes : l'épargne et l'investissement domestique.

Mais les choses se compliquent si l'on prend en compte le fait que le solde courant est aussi déterminé par la dynamique des économies partenaires. Considérons par exemple deux pays i et j. Les interdépendances commerciales et financières peuvent s'écrire comme suit :

$$(S_i^N - I_i) = -S_{f,i} = S_{c,i} = -S_{c,j} = S_{f,j} = (I_j - S_j^N) \quad (7)$$

L'équation (7) montre que le solde courant de l'économie i est simultanément le reflet de l'épargne nette nationale, et de l'investissement net de l'économie j, les deux économies étant connectées par leurs balances des paiements.

Dit autrement, *les déséquilibres (internes et externes) de l'économie nationale sont le miroir des déséquilibres (internes et externes) des économies partenaires*. Il faut être deux pour valser !

1.3. Quelques exemples chiffrés

Illustrons ceci par quelques exemples chiffrés. Supposons qu'une année donnée, la balance des paiements de la zone euro indique que les soldes du compte financier (et donc du compte courant) sont à l'équilibre. Par ailleurs, le revenu du secteur privé de la zone euro est de 100 millions d'euros et ses dépenses sont de 90 millions d'euros, ce qui implique un surplus financier du secteur privé de 10 millions d'euros. Nous pouvons alors déduire la valeur que doit prendre le solde budgétaire public pour assurer l'équilibre macroéconomique, en utilisant l'équation (1) :

$$\text{Solde du secteur privé (10)} + \text{Solde du secteur public (-10)} + \text{Solde du secteur extérieur (0)} = 0$$

Le raisonnement est le suivant : le secteur privé accumule un excédent de 10 millions d'euros. Puisque le secteur extérieur est à l'équilibre, cet excédent ne peut provenir que d'une émission de bons du Trésor — à hauteur de 10 millions d'euros.

Supposons que l'année suivante, le solde du compte courant de la balance des paiements de la zone euro indique un déficit de 20 millions d'euros. Ceci signifie que le solde du compte financier est en excédent de 20 millions d'euros, et que des non-résidents achètent la dette émise par l'économie nationale. Supposons que le solde budgétaire public soit, quant à lui, en excédent de 10 millions d'euros (cette

année-ci, l'État dépense moins que ses rentrées fiscales). Nous pouvons alors calculer la valeur que doit prendre le solde budgétaire du secteur privé pour assurer l'équilibre macroéconomique, en utilisant l'équation (1) :

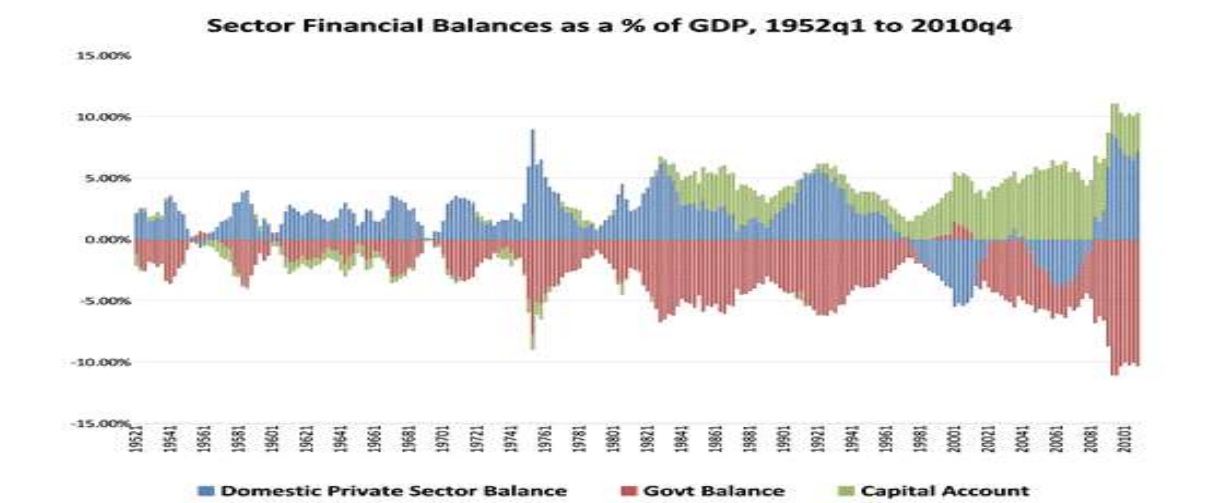
$$\text{Solde du secteur privé } (-30) + \text{Solde du secteur public } (10) + \text{Solde du secteur extérieur } (20) = 0$$

Le raisonnement est le suivant : puisque le secteur public et le secteur extérieur accumulent des créances à hauteur de $10+20 = 30$ millions d'euros, des passifs correspondants doivent avoir été émis par le troisième secteur — le secteur privé. Cette année-ci la richesse du secteur privé a donc diminué de 30 millions d'euros. Le secteur privé a peut-être vendu des actifs financiers, ou émis de la dette, en contrepartie de la hausse des actifs (ou d'une réduction des passifs) du secteur extérieur (20) et du secteur public (10).

2. Une histoire des déséquilibres financiers internationaux depuis 1950

Les raisonnements présentés nous donnent une clé utile pour analyser de façon rigoureuse l'évolution du système économique et financier mondial, à partir des données fournies par les organisations internationales. Le graphique 1 représente ainsi l'image miroir, c'est-à-dire les trois soldes (privés, publics et extérieurs) de l'économie américaine, entre 1952 et 2021. La somme des trois soldes du secteur privé, du secteur public et du secteur extérieur étant égale à zéro, le graphique prend la forme d'une « image miroir » parfaite : les déficits des uns sont les surplus des autres (autrement dit, il y a autant de valeurs positives que négatives chaque année). Un fait apparaît cependant : l'équilibre macroéconomique fluctue puisque les trois secteurs sont tour à tour excédentaires ou déficitaires au cours du temps. Par ailleurs, les déséquilibres internes et externes s'accroissent au cours du temps : les bandes du miroir sont beaucoup plus larges à la fin de la période considérée qu'au début.

Graphique 1 Image miroir des USA, 1952-2010



Source : FMI. La zone bleue représente le solde du secteur privé, la zone rouge représente le solde du secteur public et la zone verte le solde du secteur extérieur.

Pour interpréter un graphique tel que le graphique 1, il convient de mobiliser des connaissances macroéconomiques, mais aussi historiques, géopolitiques, et microéconomiques.

Dans son ouvrage « *Le Minotaure planétaire* » (2015), l'économiste et ancien ministre de l'Économie de la Grèce Yanis Varoufakis décrit ainsi magistralement l'évolution de l'économie mondiale depuis 1945 à partir de cette « image miroir ». Pour Varoufakis, l'équilibre macroéconomique américain a connu trois grandes périodes depuis 1945, inextricablement liées à l'évolution du système économique et financier international.

2.1. Le « plan mondial » (1950-1971)

La première période, que Varoufakis appelle le *Plan mondial*, s'étend de 1950 à 1971. Sur le graphique 1, on peut en effet constater que le secteur privé (en bleu) et le secteur extérieur américain (en vert) sont alors *simultanément* en excédent. Cet excédent est l'exacte contrepartie comptable du déficit public (c'est-à-dire des émissions de titres souverains) par l'État fédéral (en rouge).

Cet équilibre est le produit du système de Bretton Woods (juillet 1944) qui avait posé les jalons d'une architecture financière internationale inédite. Le commerce reposait sur une seule devise (le dollar US, indexé sur l'or) et il était financé par un épicerie (Wall Street).

Durant toute cette période, les USA exportèrent des biens d'équipement et des biens finaux en Europe et au Japon. Ils recyclèrent leurs excédents commerciaux en investissements directs à l'étranger (en dollars), qui revenaient dans la balance des paiements américaine sous la forme de nouvelles exportations (puisque $S_c = -S_f$).

Le système de Bretton Woods était bénéfique à toutes les parties : les entreprises américaines écoulaient leur production excédentaire sur des marchés étrangers et les investisseurs américains y effectuaient des placements. En contrepartie, les pays européens importaient des biens d'équipement et de consommation des Etats-Unis, leur déficit courant étant financé par des investissements financiers américains qui permettaient par ailleurs d'accélérer la reconstruction du continent.

Cette dynamique permit de rétablir la production industrielle en Europe et en Asie (plus particulièrement en Allemagne et au Japon). En retour, la demande croissante en provenance de ces régions, liée à l'augmentation des niveaux de vie, permettaient d'absorber les excédents de production américains. Cette période correspondait indéniablement à l'*âge d'or du capitalisme* : les crises semblaient financières appartenir au passé, et, en dépit de crises sociales (mai 68 en France), les inégalités diminuaient, et les niveaux de vie des classes moyennes et populaires augmentaient.

Mais à la fin des années 1960, cette belle mécanique s'enraya. Les gouvernements des USA abusèrent de ce que Charles de Gaulle avait qualifié de « *privilège exorbitant* » : leur capacité d'émettre sans contrainte la monnaie de réserve internationale. Les gouvernements successifs des États-Unis financèrent alors par des émissions de titres la guerre du Vietnam, ainsi qu'un vaste programme de dépenses publiques visant à réduire la pauvreté et à combattre le racisme ('*The Great Society program*' de Lyndon Johnson). (voir encadré 1).

Plus fondamentalement, la croissance du commerce international — libellé en dollars US — nécessitait une augmentation du volume de dollars US beaucoup plus rapide que la croissance du stock d'or mondial. A long terme, la convertibilité dollar/or sur laquelle reposait le système n'était pas soutenable. Dès 1960, Robert Triffin avait en effet théorisé ce talon d'Achille du système de Bretton Woods dans son livre *Gold and the dollar crisis : the future of convertibility* (1960). Ce livre mettait en avant le « dilemme de Triffin » : pour assurer la stabilité financière mondiale, le dollar devait satisfaire deux objectifs inconciliables : maintenir la parité avec l'or ; et être émis en abondance pour répondre à une demande internationale croissante (pour des motifs de transaction, de réserve et de spéculation).

Encadré 1 Le privilège exorbitant du dollar

Alors ministre de l'Économie et des Finances en France, Valéry Giscard d'Estaing déplorait en 1964 le « *pouvoir exorbitant du dollar* », expression qui sera reprise par Charles de Gaulle dans une célèbre conférence de presse du 4 février 1965 durant laquelle il déclara que « *le fait que de nombreux États acceptent, par principe, des dollars au même titre que de l'or pour compenser, le cas échéant, les déficits que présente, à leur profit, la balance américaine des paiements, amène les États-Unis à s'endetter gratuitement vis-à-vis de l'étranger* ». Cette conclusion rejoignait celle de son conseiller Jacques Rueff, qui déplorait le « *déficit sans pleurs* » de l'économie américaine.

Barry Eichengreen, professeur d'économie et de science politique à l'université Berkeley, a repris cette question dans un livre passionnant intitulé *Un privilège exorbitant* (2011). Il y explique que le dollar permet in fine aux ménages américains de vivre structurellement au-dessus de leurs moyens, parce que les investisseurs du monde entier sont friands de titres de dettes libellés en dollars. En particulier, les États-Unis fournissent au reste du Monde une dette sans risque, sous forme de *Treasury Bond* (bons du Trésor).

2.2. La fin du système de Bretton-Woods

Tout ceci contribua alors à faire augmenter considérablement l'offre de dollar sur les marchés. Les avoirs en dollars des Banques centrales hors des États-Unis commencèrent à gonfler et, parallèlement, des actifs en dollars — appelés *eurodollars* — apparurent à l'actif des bilans des banques européennes - jusqu'au point où la parité entre le dollar et l'or, sur laquelle reposait le système de Bretton Woods, ne sembla plus crédible à personne.

En réponse, le Président américain ordonna dans un premier temps à la *Federal Reserve* de stopper les ventes d'or aux Banques centrales étrangères. Mais, au début de l'année 1971, la Bundesbank, suivie par les Pays-Bas et la Suisse, cessa d'intervenir sur le marché des changes pour contenir la dévaluation du dollar. En conséquence la valeur de ces monnaies s'envola sur le marché des changes. Après une première dévaluation, en août 1971, le président américain Nixon annonça la fin de la convertibilité du dollar en or.

Par cette décision unilatérale, les États-Unis créèrent de fortes incertitudes sur les règlements internationaux et les taux de change, qui conduisirent de nombreux pays à passer à un *régime de change flottant*¹. Les nombreuses incertitudes liées aux taux de change flottants conduisirent la plupart des pays à vouloir rétablir un régime de change fixe :

Avec les accords du *Smithsonian Institute* du 18 décembre 1971, les pays tentèrent d'instaurer un nouveau système de parités fixes entre les monnaies (comprenant des marges de fluctuation de 2,25 % autour de la parité par rapport au dollar). Puis en avril 1972, les pays membres de la Communauté Economique Européenne (CEE) tentèrent de stabiliser les taux de change intra-européen par la création du Serpent monétaire européen créé en avril 1972. Dans le cadre de ce système, l'écart de cours entre la monnaie la plus faible et celle la plus forte au sein de la CEE ne devait plus dépasser 2,25 %, tout en continuant à maintenir chaque monnaie européenne dans les marges de 2,25 % par rapport au dollar.

Hélas, les fortes contraintes d'un système comme celui du Serpent monétaire ne pouvaient conduire qu'à une instabilité généralisée, d'autant que la spéculation sur le dollar redoublait. Pour tenter de calmer

¹ De façon assez originale, France s'engagea alors dans la voie d'un *double marché des changes* : un marché du franc *commercial*, sur lequel le taux de change demeurait fixe grâce de l'intervention d'un Fonds de stabilisation des changes, et un marché du franc *financier*, sur lequel les autorités monétaires s'abstenaient d'intervenir, et dont le cours résultait d'une libre confrontation de l'offre et de la demande.

en vain cette dernière, les États-Unis dévaluèrent le 13 février 1973 le dollar non par rapport à l'or mais par rapport au droits de tirage spéciaux (DTS) du Fonds Monétaire International (encadré 2).

Encadré 2 Les droits de tirage spéciaux (DTS)

Le DTS a été créé par le FMI en 1969 comme avoir de réserve international complémentaire dans le cadre du système de parités fixes de Bretton Woods. Tout pays adhérent au système devait en effet disposer de réserves officielles — avoirs en or de l'État ou de la banque centrale et devises largement acceptées — qui pouvaient servir à racheter sa monnaie nationale sur les marchés des changes internationaux, au besoin, pour maintenir son taux de change.

Mais en raison de l'insuffisance de l'offre internationale d'or et de dollars, la communauté internationale décida de créer un nouvel avoir de réserve mondial : le DTS. À proprement parler, le DTS n'est pas une monnaie et ne constitue pas non plus une créance sur le FMI ; il est une créance virtuelle sur les monnaies des pays membres du FMI. Outre son rôle d'avoir de réserve complémentaire, le DTS sert d'unité de compte du FMI et de plusieurs autres organisations internationales. Sa valeur fut initialement fixée à 0,888671 gramme d'or fin, ce qui correspondait alors à un dollar. Après l'effondrement du système de Bretton Woods, en 1973, la valeur du DTS a été déterminée par rapport à un panier de monnaies, dont la composition est revue au minimum tous les cinq ans par le Conseil d'administration du FMI. En 2021, le panier est composé du dollar, de l'euro, de la livre sterling, du yen et du renminbi². La valeur du DTS en dollars — calculée comme la somme des valeurs en dollars américains, sur la base des taux de change du marché, des devises du panier — est déterminée quotidiennement et affichée sur [le site internet du FMI](#).

Prenant acte de cet échec, les pays membres de la CEE renoncèrent officiellement à assurer la parité de leur monnaie face au dollar le 19 mars 1973, mais la spéculation se déchaîna alors sur les monnaies européennes provoquant le retrait de la France du Serpent monétaire le 19 janvier 1974 et donc le flottement libre du franc.

De manière générale, le flottement des monnaies devint alors la norme partout dans le monde, ce qui fut acté par les accords de la Jamaïque signés les 7 et 8 janvier 1976 :

- chaque pays pouvait choisir entre une parité fixe par rapport aux DTS (mais plus à l'or), un flottement libre ou un flottement concerté comme dans le cas du Serpent monétaire ;
- toute référence à l'or est supprimée et les DTS deviennent l'unité de compte officielle du système ;
- le rôle du FMI est actualisé pour tenir compte de la fin du régime généralisé de change fixe ; celui-ci devait désormais assurer une surveillance globale des politiques menées par les différents pays, afin qu'elles évitent des manipulations de taux de change et qu'elles servent la stabilité globale du système.

2.3. L'apparition des déficits jumeaux américains

Comme le montre le graphique 1, la fin du système de Bretton Woods fut immédiatement suivie par le creusement des déséquilibres internationaux. En effet, à partir des années 1970, la valeur absolue des trois soldes américains augmente significativement.

Par ailleurs, un nouvel équilibre se met en place progressivement: l'économie américaine affiche des *déficits jumeaux* (publics et commerciaux), financés par l'excédent continu du solde financier – c'est-à-dire par des afflux de capitaux internationaux. L'excédent du solde financier (en vert) devient systématique à partir des années 1980. Dans la période post-Bretton Woods, l'équilibre macroéconomique américain se modifie : les États-Unis deviennent progressivement un pays *importateur de capitaux*.

² Le yuan est l'unité de compte et le renminbi (littéralement : « la monnaie du peuple ») est la monnaie réelle de la Chine.

Comme le montre l'équation (6), le déficit extérieur est toujours la contrepartie d'une épargne domestique insuffisante en regard des dépenses d'investissement. Etant donné leur rôle prééminent dans le système financier international, les États-Unis auraient pu, afin de contenir ces nouveaux déséquilibres, réduire fortement leurs dépenses de consommations et d'investissements : en d'autres termes, se « serrer la ceinture ».

Mais l'*American Way of Life* n'était (déjà !) pas négociable. Pour le Président Ronald Reagan, élu en 1981, l'urgence fut plutôt de mettre sur pied un mécanisme financier permettant de pérenniser le financement des *déficits jumeaux*. Il s'agissait de trouver un moyen de maintenir le pouvoir d'achat des ménages américains à l'importation, de réduire les impôts, tout en augmentant massivement les dépenses militaires. Une véritable acrobatie macroéconomique, qualifiée par certains de *Reaganomics* !

Etant donné l'équation (1), cette stratégie nécessitait d'inverser la direction des flux de capitaux internationaux : il fallait impérativement que ceux-ci reviennent vers les États-Unis financer leurs déficits croissants.

Deux leviers furent alors actionnés pour atteindre cet objectif. Tout d'abord, la *Federal Reserve* remonta brutalement les taux d'intérêt au début des années 1980 afin d'attirer les investissements étrangers. Simultanément, les Républicains américains firent évoluer la réglementation dans un sens très favorable au capital : les gains en capital furent défiscalisés, le taux d'impôt supérieur très fortement abaissé. Enfin, une dérégulation sans précédent permit aux banques d'investissement de Wall Street de proposer de nouveaux produits financiers aux investisseurs étrangers.

2.4. Le « Minotaure planétaire » (1980-2008)

Pour les États-Unis, cette politique fut un succès — à court terme du moins ! On peut ainsi observer sur le graphique 1 qu'à partir des années 1980, l'excédent du solde financier (en vert) et le déficit du solde public (en vert) se creusèrent significativement.

C'est ce phénomène de recyclage des excédents mondiaux que Varoufakis (2015) qualifie de « Minotaure planétaire » : pour financer le train de vie américain, Wall Street draine à partir des années 1980 ainsi les capitaux excédentaires mondiaux produits par le déficit commercial américain — Ce « Minotaure planétaire » avait effet des pouvoirs prodigieux : en drainant ainsi les capitaux du reste du monde (tout comme le Minotaure de Crète absorbait les tributs de jeunes gens demandés à Athènes³), les États-Unis pouvaient s'autoriser un déficit commercial et un déficit public croissant.

Pour n'importe quel autre pays que les États-Unis, les déficits se seraient traduits par une forte dévaluation de la devise nationale. Mais le Minotaure profite du *statut international du dollar* : en effet pour des raisons géopolitiques, liées au statut de puissance dominante des États-Unis, le dollar reste foncièrement stable. Plus encore, à chaque crise économique ou financière, les banques internationales se ruent vers les actifs financiers libellés en dollar (considérés comme plus sûrs).

À son zénith, le « labyrinthe » financier du « Minotaure » de Wall Street absorbait ainsi environ 70 % des flux de capitaux internationaux, et ce, jusque dans les années 2000. Mais jusqu'à quand ce système pouvait-il durer ?

³ Dans la mythologie grecque, le Minotaure est un monstre fabuleux mi-homme et mi-taureau. Né des amours de Pasiphaé (épouse du roi Minos) et d'un taureau blanc envoyé par Poséidon, il est enfermé par Minos dans le labyrinthe. Situé au centre de la Crète, le labyrinthe est construit spécialement par Dédale afin que le Minotaure ne puisse s'en échapper et que nul ne découvre son existence. Tous les neuf ans, Égée, roi d'Athènes, sera contraint de livrer sept garçons et sept filles au Minotaure qui se nourrira de cette chair humaine. Thésée, fils d'Égée, sera volontaire pour aller dans le labyrinthe et tuer le monstre.

2.5. La montée des vulnérabilités

Dès 2005, l'ancien *chairman* de la Fed Paul Volcker avait prédit l'effondrement du Minotaure : « *la difficulté est que ce modèle apparemment confortable ne peut durer indéfiniment. Je ne connais aucun pays qui ait réussi pendant longtemps à consommer et investir 6 % de plus qu'il ne produit* ».

Il reposait en effet sur une situation paradoxale et insoutenable : pour continuer d'attirer les capitaux internationaux, Wall Street devait fournir des rendements financiers toujours plus élevés aux investisseurs internationaux. Pourtant, à la même époque, l'industrie américaine pâtissait de la stagnation des gains de productivité et de l'atonie de la demande interne, tandis que de sérieux concurrents émergeaient (le Japon tout d'abord, puis la Chine). (encadré 3)

Encadré 3 *Quand la Chine s'éveille...*

À la fin des années 1970, la Chine prit le virage du rattrapage économique avec un pragmatisme que résume parfaitement cette phrase du secrétaire général du Parti communiste chinois, Deng Xiaoping : « *peu importe que le chat soit noir ou blanc pourvu qu'il attrape les souris !* ». Cela passa par une modernisation du tissu productif et une politique d'ouverture sur l'extérieur. Dès lors, outre l'entrée de la Chine au FMI et à la Banque Mondiale, le dirigeant chinois décida de créer avec succès quatre Zones Économiques Spéciales (Shenzhen, Zhuhai et Shantou dans le Guangdong et Xiamen dans le Fujian), sortes de zones franches servant à drainer des capitaux étrangers. Bien implantée dans le commerce mondial et contribuant fortement à la croissance du commerce mondial, la Chine intégra l'OMC le 11 décembre 2001. Avec la fin en 2005, du système des quotas d'importation textiles, qui permettait aux pays développés de protéger temporairement leur industrie du textile et de la confection des importations à bas prix en provenance des pays en développement, la Chine s'imposa comme un partenaire économique incontournable.

Le développement commercial de la Chine modifia en profondeur la géographie du capitalisme mondial. En effet, de plus en plus d'entreprises choisissant d'importer massivement de Chine lorsqu'elles ne délocalisaient pas tout simplement leurs unités de production. Il est vrai que le pays offrait alors un coût salarial unitaire très faible, qui découlait en partie d'une protection des travailleurs (et des droits humains !) quasi inexistante et de coûts écologiques largement passés sous silence (au début des années 2000, la Chine comptait 13 des 20 villes les plus polluées du monde). De plus, la Chine fut accusée de maintenir le taux de change renminbi/dollar artificiellement faible, afin de favoriser ses exportations essentiellement dépendantes de la compétitivité prix. Pour ce faire, les autorités politiques exigeaient de la Banque centrale chinoise (Banque populaire de Chine, BPC) qu'elle accumule des réserves de change en obligeant les exportateurs à déposer leurs revenus en devises auprès de cette institution. En contrepartie, la BPC injectait des yuans dans l'économie et plaçait une partie de ses réserves en bons du Trésor américains et en dette souveraine d'autres États, quand ce n'était pas tout simplement en actions d'entreprises étrangères au travers de son principal fonds souverain, le CIC (*China Investment Corporation*), créé en 2007 pour investir dans des entreprises une partie des colossales réserves de change de la Chine (qui s'élevaient à plus de 3 000 milliards de dollars en 2020).

C'est du reste cette concurrence perçue comme déloyale, qui poussa Donald Trump à prendre, en 2018, des mesures protectionnistes contre la Chine, accusée « *d'agression économique* » contre les États-Unis ! Bref, les États-Unis avaient déclaré la guerre commerciale à la Chine, ce qui conduisit notamment à une augmentation des droits de douane et à des limitations d'importations entre les deux pays.

Face à ce dilemme, la solution choisie fut la *fuite en avant* : il fallait coûte que coûte maintenir la position d'épicentre de la finance mondiale de Wall Street. Ceci nécessitait de parachever la dérégulation du secteur financier et d'encourager le développement de l'ingénierie financière, avec la mise au point, assistée par ordinateur, d'une cathédrale de produits dérivés de plus en plus complexes.

Dès la principale source du rendement offert aux investisseurs n'était plus l'économie réelle, mais les mécanismes du marché financier. Pour décrire cette mutation du modèle économique américain - processus qui s'étendit ensuite dans le reste du monde — les économistes utilisent le concept de

financiarisation, c'est-à-dire que les profits proviennent de la valorisation du capital dans des circuits financiers, plutôt que de la vente de produits dans le secteur réel.

Cette stratégie n'avait à l'époque que peu de critiques. Ainsi, la théorie de l'« *efficience des marchés* » développée à l'Université de Chicago (et qui régnait alors sans partage dans les *business schools*) affirmait que les risques étaient inexistants puisque toute l'information pertinente était contenue dans les prix, qui étaient forte croissance ! D'autres théorisaient par ailleurs que les États-Unis avaient tout simplement acquis un nouvel « avantage comparatif » dans le domaine des services financiers... en refusant de voir que ces excédents étaient la contrepartie d'un déséquilibre interne.

2.6. La crise financière de 2008

Ainsi, lorsqu'apparut, durant les années Clinton, un excédent du solde du secteur public américain, la majorité des experts s'en félicitèrent, y voyant un indice de bonne santé économique...

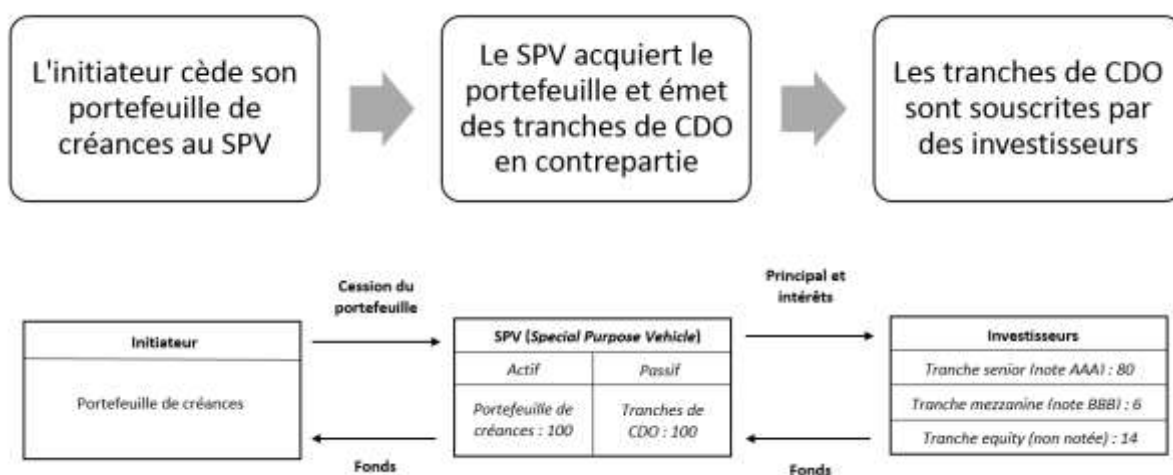
Mais cet excédent public avait une contrepartie comptable : l'apparition, pour la première fois depuis 1945, d'une *dette privée macroéconomique*. En effet, on peut voir sur le graphique 1 que le secteur privé (en bleu) connaît un déficit, en contrepartie des excédents publics (en rouge).

Cette *dette privée toxique* était bien entendu localisée dans les « dédales » du labyrinthe financier du Minotaure (Wall Street). Après un premier avertissement en 2001 (effondrement de la bulle « *dotcom* »), le krach inévitable survint en 2008, à la suite d'un retournement — pourtant mineur — du marché immobilier américain (encadré 4).

Encadré 4 Les CDOs : un produit financier toxique

Une des techniques d'ingénierie financière particulièrement populaire à Wall Street consistait à titriser des prêts hypothécaires dans des montages financiers à la complexité vertigineuse. La technique consistait à associer des dérivés de crédit à des tranches de portefeuille de créances bancaires à l'aide de méthodes statistiques et informatiques sophistiquées — les *collateralized debt obligations* (CDO). Les nouveaux produits dérivés ainsi obtenus étaient alors retitisés — c'est-à-dire assemblés à d'autres titres pour former de nouveaux instruments dont le collatéral était lié aux tranches créées lors de la vague précédente de titrisation. Par exemple, si l'on prend le cas d'un CDO composé de 100 produits structurés sur les créances bancaires, adossés chacun à 100 portefeuilles de 2000 prêts immobiliers chacun, le nombre d'informations nécessaires à l'évaluation du CDO est de $100 * 100 * 2000 = 20$ millions !

Figure : schéma simplifié d'une titrisation d'un portefeuille avec tranches de CDO



[Source : d'après Banque de France]

La mille-feuille financière ainsi créée était tellement complexe qu'aucun expert ne fut en mesure de prédire l'ampleur des pertes au moment où emprunteurs initiaux firent défaut sur leurs crédits immobiliers. Pourtant, les agences de notation, dont le rôle est de mesurer le risque de non-remboursement des dettes que présente

l'emprunteur, ont donné de très bonnes notes à ces titres très risqués qui allaient être déclarés en défaut quelques semaines plus tard... Et lorsque l'on s'aperçut que ces produits dérivés complexes constitués à partir de ces titres de créances figuraient au bilan des banques, la *panique* gagna les marchés qui déclenchèrent une crise de solvabilité bancaire.

Une vague de panique saisit alors les marchés financiers. Bear Stearns, la cinquième plus grande banque d'investissement au monde, dut accepter en mars 2009 un rachat par JP Morgan pour moins de 5 % de ce que valait la banque un an auparavant. Merrill Lynch, la troisième plus importante banque d'investissement, fut quant à elle rachetée par Bank of America pour un prix de 60 % inférieur à sa valeur un an auparavant. D'autres institutions financières, trop exposées, se mirent tout simplement en faillite. Le 15 septembre 2008, Lehman Brothers, la quatrième plus grande banque d'investissement au monde, déposa son bilan suite aux pertes engendrées par les actifs toxiques. Ces défaillances en série ne se limitèrent pas au monde de la finance, mais installèrent un climat psychologique de *défiance* : paralysie du marché obligataire et interbancaire, gel du crédit aux ménages et aux entreprises, chute de 40 % de l'indice boursier américain, contraction de 12 % du commerce international... l'ampleur des pertes fut impressionnante : 54 millions d'emplois et 4 000 milliards d'actifs financiers furent détruits dans le monde. A plus long terme, cette crise marque probablement l'entrée dans le monde du XXIème siècle.

2.7. « Too big to fail » : la gestion macroéconomique de la crise

Pour éviter un effondrement généralisé, les États des pays industrialisés volèrent au secours de leurs banques - non pas en rentrant à leur capital, c'est-à-dire via des nationalisations partielles, mais en leur accordant des prêts et des subventions sans contrepartie (10 000 milliards de dollars de subventions publiques sont ainsi allés aux banques).

Par exemple, American International Group (AIG) était le premier assureur mondial à l'époque de la crise des subprimes. Sa filiale à Londres, AIG Financial Products, avait pris des risques colossaux sur des produits dérivés liés aux crédits subprimes, les Credit Default Swaps (CDS). AIG Financial Products touchait ainsi des commissions sur la vente de ces produits de couverture du risque, mais s'exposait elle aussi à de grands risques si un incident de paiement se produisait sur les subprimes. Lourdemment frappé par la crise des subprimes, AIG enregistra une perte de près de 100 milliards de dollars sur l'exercice 2008. Elle ne devra son salut qu'à l'intervention de la Banque centrale des États-Unis, qui considérait AIG comme étant *Too big to fail* (trop gros pour faire faillite), c'est-à-dire que sa faillite aurait eu des conséquences trop lourdes sur tout le système financier. Dès lors, la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) se décida à injecter 182 milliards de dollars américains dans AIG pour lui éviter la faillite.

Aux États-Unis, la Chambre des Représentants vota le 29 septembre 2008 un dispositif de sauvetage de 700 milliards de dollars. En Europe, les aides furent encore plus élevées et atteignirent mille milliards de dollars US, soit 10 % du PIB de la zone euro entre octobre 2008 et décembre 2010.

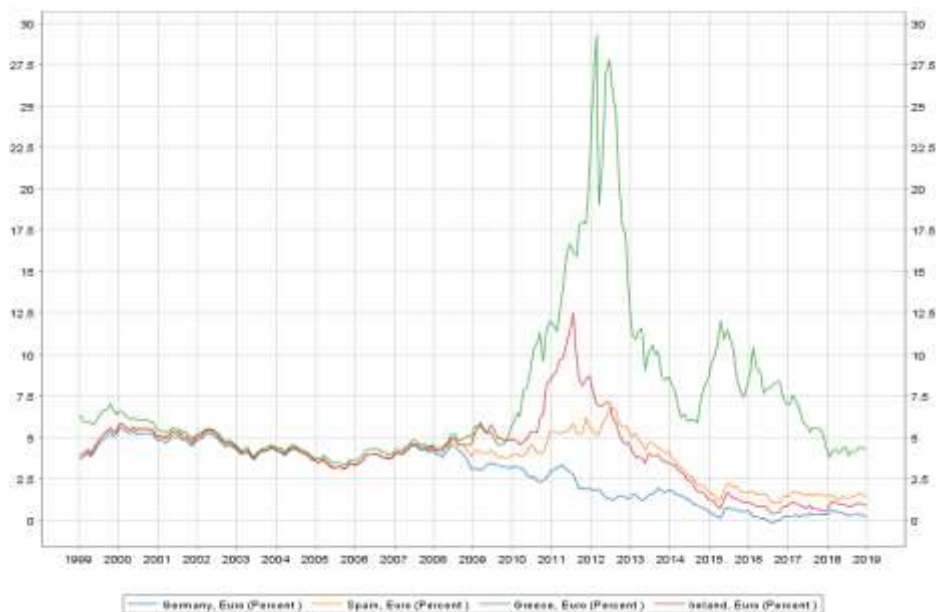
Ces interventions permirent de calmer la tourmente à court terme, mais équivalait à *transférer la dette bancaire au contribuable*. Les banques ont donc ainsi *externalisé leur dette* en la transférant au secteur public.

2.8. La crise européenne de la dette souveraine

La récession et le sauvetage des banques eut pour effet de creuser les déficits publics des principaux pays de l'OCDE. Mais – à la différence de la Fed - la Banque Centrale Européenne ne pouvait pas financer directement les Etats (article 123 du Traité de Lisbonne). Les pays de la zone euro devaient donc se financer par des emprunts obligataires auprès des banques commerciales. Cette situation créait la possibilité - théorique - d'un défaut de paiement des Etats les plus faibles sur leur dette publique.

Tel fut le pari pris par les marchés financiers. Alors que les taux étaient très bas depuis l'introduction de l'euro – ce qui avait fortement contribué à la constitution des bulles immobilières - ils s'envolèrent brusquement à des niveaux très élevés (figure 2).

Figure 2 Les spreads de taux dans la zone euro



Source : <https://sdw.ecb.europa.eu/>

Ce retournement brutal des taux d'intérêt était en grande partie *fabriqué* par les stratégies d'investissement des banques - et leur a permis d'enregistrer des bénéfices importants (au détriment des Etats qui les avaient secouru...). Une fois secourue par le secteur public, les banques « zombies » adoptèrent un comportement prédateur qui mis les Etats les plus faibles (le Portugal, l'Irlande, l'Italie, l'Espagne et la Grèce, un groupe de pays appelé peu élégamment « PIIGS » par les marchés financiers) en situation de quasi-banqueroute.

Leur stratégies consistaient à faire grimper les intérêts versés par ces Etats sur leur dette souveraine en combinant notamment deux types d'opérations (encadré 5)

1. Les stratégies de « CDS à nu »

Dans ces stratégies, les opérateurs des fonds d'investissement achetaient des produits dérivés de crédit (CDS) sur les titres de dette souveraine des « PIIGS », sans pour autant détenir ces titres dans leur portefeuille. Accroître artificiellement la demande de produits d'assurance contre la banqueroute des Etats transmettait au marché de la dette souveraine l'information que la probabilité de défaut augmentait, ce qui diminuait la valeur des titres souverains et augmentait la valeur des CDS

2. Les stratégies de « vente à découvert »

Les opérateurs de fonds d'investissement empruntaient un titre de dette (moyennant un versement d'intérêt), puis le revendaient immédiatement au prix de marché, en anticipant que ce prix allait baisser avant la date de restitution au propriétaire. Si la baisse de prix se concrétisait, les opérateurs pouvaient alors racheter ce même titre à un prix plus faible, avant de le restituer au propriétaire à la date prévue. Le profit réalisé dans cette opération correspondait à la différence entre le prix de vente et le prix d'achat (c'est-à-dire au gain en capital effectué), net des intérêts versés durant la période d'emprunt (encadré 5).

Encadré 5 Comment les banques ont produit l'envolée des taux d'intérêt

<i>Stratégie spéculative</i>	<i>Effets sur le marché des titres souverains</i>
« CDS à nu » : la banque achète des produits dérivés de crédit sur les titres souverains sans détenir ces titres dans son portefeuille	La hausse de la demande de CDS crée la perception d'une augmentation du risque de défaut sur les marchés ce qui fait baisser le prix du titre souverain et augmenter le taux d'intérêt (prime de risque)
« Vente à découvert » : la banque emprunte pour revendre les titres souverains auxquels sont adossés les CDS	La vente à découvert fait baisser le prix des titres souverains, renforce la perception d'une augmentation du risque de défaut sur les marchés et augmente le prix du CDS
Conséquence: une montée rapide des taux d'intérêts et une diminution du prix de marché des titres souverains, qui deviennent des « obligations pourries » (<i>junk bonds</i>). La banque engrange alors un double bénéfice, en revendant ces CDS (dont le prix augmente) et en rachetant les titres souverains à un prix plus faible dans le cadre de l'opération de « vente à découvert ».	

Source : Lagoarde-Segot (2014)

Devant l'ampleur de la crise, et face au risque d'éclatement imminent de la zone euro, l'Union Européenne prit alors deux décisions importantes qui mirent fin à l'envolée irrationnelle des taux d'intérêt:

1. Le texte du 16 novembre 2011 qui donne un coup d'arrêt à la spéculation en interdisant les « CDS à nu » et en encadrant de façon beaucoup plus stricte les ventes à découvert
2. Le texte du 2 Août 2012, qui rend impossible le défaut d'un Etat membre sur sa dette publique, en permettant à la Banque Centrale Européenne d'acquérir des titres souverains (les « *outright monetary transactions* »)

Peu après ces deux annonces, les taux d'intérêt commencèrent à diminuer et à converger à nouveau au sein de la zone euro. Mais une dette (odieuse?) avait été accumulée par de nombreux Etats, et à des taux très élevés...

3. Peut-on réformer l'architecture financière internationale ?

L'effondrement du Minotaure fut un choc inouï qui laissa, dix ans plus tard, l'économie mondiale toujours en état de choc. En 2020, le Japon et l'Asie du Sud Est étaient toujours en stagnation, l'économie américaine sous la perfusion du '*quantitative easing*' c'est-à-dire l'injection de liquidités massives dans le système financier, la zone euro émergeait très lentement d'une décennie de stagnation auto-infligée par des politiques d'austérité, tandis que la croissance économique mondiale était toujours trop mal répartie pour envisager la fin de la pauvreté dans le monde. Dans le même temps, la mondialisation, que le politologue américain Francis Fukuyama avait pourtant présentée comme la « fin de l'Histoire » tout comme la suprématie de la démocratie libérale sur les autres idéologies politiques, semblait effectuer son repli, sur fond de montée du populisme.

C'est donc sur les ruines fumantes de ce système que la pandémie de COVID-19 frappa l'humanité en 2020. L'ampleur du choc sur l'économie mondiale fut estimée par le FMI comme trente fois supérieure à celle de la crise de 2008, dans un contexte sombre où les coûts économiques du dérèglement climatique, prédit par les scientifiques depuis plusieurs décennies, se matérialisent.

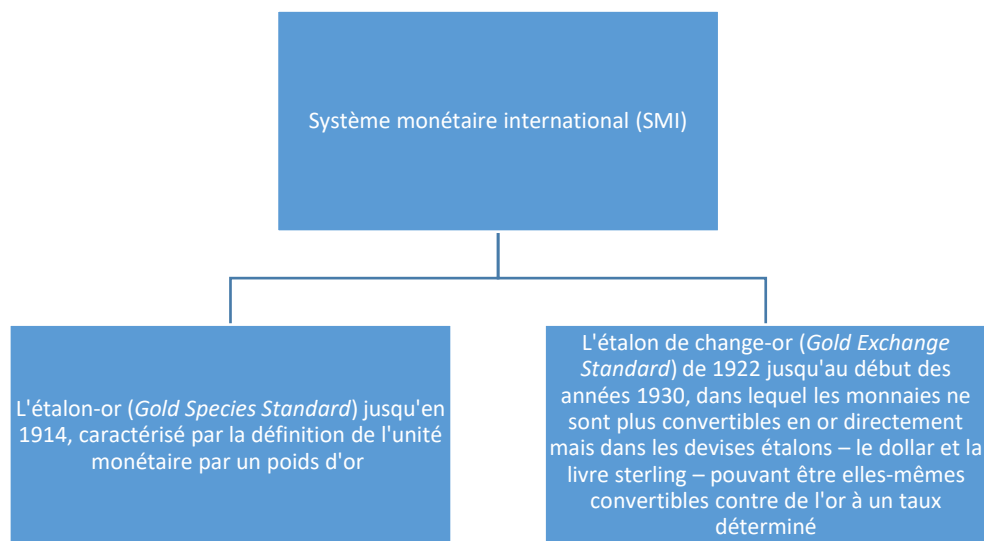
Sommes-nous condamnés à être prisonniers de l'héritage du Minotaure ? Nous pensons que non. En effet, l'histoire économique récente indique que les *règles du jeu* du commerce et de la finance

internationale ne sont des construits géopolitiques reflétant les rapports de force, et les nécessités de chaque époque.

3.1. Le système de l'étalon-or (1890-1914)

Un système monétaire international (SMI) est un ensemble des règles et institutions qui fixent le fonctionnement monétaire international, c'est-à-dire entre autres le mode d'échange des monnaies entre-elles (change) et la nature des réserves internationales (or, devises...). Comme le montre la figure 3, deux grands systèmes monétaires internationaux (SMI) se sont succédés durant la première moitié du XXe siècle : l'étalon-or et l'étalon de change-or.

Figure 3 : L'évolution du système monétaire international jusqu'en 1930



L'étalon-or trouve son origine au Royaume-Uni, où la Banque d'Angleterre avait imprimé de grandes quantités de billets en livres pour financer les guerres napoléoniennes.

A l'issue de la guerre, la quantité de billets en circulation avait largement dépassé la quantité d'or dans les coffres de la Banque d'Angleterre, si bien que le gouvernement britannique dut suspendre la convertibilité de la sterling avec l'or en 1797. Les propriétaires fonciers et les marchands qui dominaient le Parlement britanniques firent alors adopter plusieurs lois de réforme monétaires. Ainsi, la loi sur le monnayage de 1816 fixa des règles de pureté strictes concernant la frappe de pièces d'or. Puis, en 1819, le *Coinage Act* força la Banque d'Angleterre à convertir la livre sterling en or à un taux de change fixe. Le Parlement autorisa enfin la fonte des pièces d'or en lingots d'or, et la libre importation et exportation de pièces et de lingots d'or.

Ces règles, une fois adoptées par tous les pays à la fin du siècle, allaient créer un système international connu sous le nom d'étalon-or. En 1879, la plupart des grandes monnaies étaient convertibles en or à des parités spécifiques. L'étalon-or reposait sur quatre principes supposés assurer, sans intervention des agents économiques, la stabilité des changes et l'équilibre de la balance des paiements :

1. Chaque État doit fixer un poids d'or fixe pour sa monnaie ;
2. La Banque centrale de chaque État doit assurer la libre convertibilité en or des billets de banque ;
3. Les États doivent garantir la liberté des changes et la libre circulation de l'or au niveau international ;
4. Les Banques centrales s'interdisent des interventions discrétionnaires sur le marché des changes.

Avant 1914, le franc français correspondait ainsi à 290,3225 mg d'or fin et la livre sterling à 7 322,382 mg d'or fin, ce qui permettait de connaître la parité fixe (également appelée pair métallique) livre/franc : $7\,322,382/290,3225=25,21$.

Bien entendu, le taux de change pouvait a priori s'éloigner de cette parité théorique au gré des échanges en devises. Mais le système de l'étalon-or permettait en fait de limiter considérablement ces variations. Supposons en effet qu'un importateur français cherche à se procurer beaucoup de livres sterling afin de régler une dette commerciale. Deux choix s'offrent à lui :

- Il peut vendre ses francs sur le marché des changes contre des livres sterling, ce qui fait baisser le cours du franc/sterling sur le marché des changes ;
- Il peut s'adresser à la Banque de France pour convertir ses francs en or à la parité fixée de 1 franc pour 290,3225 mg d'or fin et envoyer le métal précieux en Grande-Bretagne, où il pourra obtenir des livres sterling contre l'or à la parité fixée de 1 livre sterling pour 7 322,382 mg d'or fin. Dans ce cas, il faut également tenir compte des commissions prises par les banques et des coûts de transport et d'assurance de l'or.

Il existait par conséquent un arbitrage entre ces deux modes de paiement : si la valeur de la livre sterling par rapport au franc sur le marché des changes était supérieure au rapport des parités fixes (donc du pair métallique) augmenté des coûts de l'opération (transport, assurance, commissions), alors l'importateur préférerait payer avec de l'or. Ce montant limite qui faisait préférer le paiement en or au paiement en devises était appelé « point de sortie d'or ».

De la même façon, on définissait un « point d'entrée d'or », qui était le cours du change à partir duquel un importateur anglais préférerait payer en or plutôt qu'en francs.

Ces deux points d'or constituaient par conséquent les limites de la marge de fluctuation du cours de change autour du pair métallique. Autrement dit, la stabilité des changes était censée être assurée à la faveur du seul marché, sans intervention des agents économiques.

Ce mécanisme assurait par ailleurs un retour à l'équilibre de la balance des paiements, au prix d'une contraction de l'activité économique des pays déficitaires.

Par exemple, si l'économie française est en déficit, cela conduisait à une dépréciation du franc français jusqu'au point de sortie d'or. Cette sortie d'or va déboucher sur une contraction du crédit dans l'économie, en raison de la convertibilité entre les billets de banque et le stock d'or. Cette contraction du crédit a des effets récessifs ; qui se traduisent par une baisse des prix intérieurs, qui en retour améliorent la compétitivité externe de la France et permettent d'assurer, à terme, un rééquilibrage de la balance des paiements.

Le système d'étalon-or était donc un mécanisme qui devait permettre de stabiliser le cours des monnaies et les balances des paiements des pays sans intervention des agents économiques, au prix d'une « régulation par la faillite » des entreprises comme le disait l'économiste français Jacques Rueff (1896-1978).

L'ancrage des différentes monnaies sur la valeur de l'or a conduit à un régime de taux de change fixes très stable. Cependant, l'étalon-or exigeait que chaque pays ajuste sa masse monétaire nationale en fonction de la quantité d'or qu'il détenait, ce qui réduisait la marge de manœuvre politique.

Par exemple, lorsque la production d'or était inférieure au taux de croissance économique, la masse monétaire augmentait trop lentement, ce qui a entraîné une période de déflation (1870-1880). Réciproquement, lorsque de nouvelles mines d'or étaient découvertes (par exemple en Afrique du Sud en 1890), la masse monétaire augmentait trop rapidement, entraînant une inflation mondiale.

En effet, puisque le taux de change était fixe, c'était à la société d'être flexible. Les années 1870-1913 ont été ainsi marquées par des paniques financières, des défauts de paiement et des récessions économiques à répétition.

Le système de l'étalon-or s'est finalement effondré en 1914 avec le déclenchement de la Première Guerre mondiale, de nombreux pays ayant suspendu la convertibilité de l'or.

3.2. « Relique barbare » : le SMI dans l'entre-deux guerres

Lorsque la Première Guerre mondiale s'est terminée en 1918, la plupart des responsables politiques s'attendaient à ce que l'étalon-or soit rapidement rétabli. Cependant, un retour rapide à l'étalon-or n'était pas possible étant donné les circonstances inflationnistes de l'immédiat après-guerre.

Durant la guerre, les États-Unis avaient fourni de grandes quantités d'armes, de nourriture et de matières premières aux alliés. Ils avaient ainsi enregistré de très importants excédents commerciaux, et donc accumulé de très grandes quantités d'or. Les règles du jeu du système stipulaient que chaque pays devait maintenir la convertibilité entre le stock d'or et les billets en circulation. Par conséquent, l'accumulation d'or s'est traduite par une augmentation de la masse monétaire, et par une forte inflation aux États-Unis (les prix américains ont presque doublé après la guerre).

Dans les pays européens, l'inflation galopait mais pour d'autres raisons : les destructions matérielles, et les réparations demandées à l'Allemagne avaient fortement amoindri la capacité des économies à répondre à la demande, ce qui se traduisait par une hausse des prix. Les décideurs politiques durent se rendre à l'évidence : il n'y avait pas assez d'or dans le monde en 1919 pour permettre un retour immédiat aux parités d'avant-guerre.

La plupart des pays laissèrent donc, à contre cœur, leur taux de change flotter librement, tout en mettant en œuvre des politiques déflationnistes visant à revenir aux parités d'avant-guerre. Ces politiques eurent des effets désastreux sur les économies et sur le chômage. Par exemple, la nouvelle Réserve fédérale américaine resserra sa politique monétaire, provoquant une déflation massive et une forte hausse du chômage en 1920-1922.

Pour Keynes, ces politiques monétaires menaient le monde à la catastrophe. Dans son célèbre *Tract on Monetary Reform* (1923), il fit valoir que ces politiques de compression de la demande ne pouvaient qu'entretenir une récession continue, dont le coût en termes de chômage, de perte d'investissement et de capacité de production serait inouï. Keynes proposait s'introduire un nouveau système de parité, en dévaluant l'or par rapport aux devises internationales. Il passa à l'époque pour un eccentric...

Au prix de nombreux efforts, en 1926, la plupart des grandes économies du monde affirmaient être " de retour à l'étalon-or ". Mais en 1929, le krach boursier américain de 1929 et la récession frappèrent à nouveau. Les "règles du jeu" de l'étalon-or imposèrent alors aux banques centrales des pays européens, confrontés à une baisse de leurs exportations vers les États-Unis, à contracter la masse monétaire, afin de rétablir leur équilibre commercial, et la convertibilité de leur monnaie en or. Dans de nombreux pays, la déflation produite par ces politiques macroéconomiques entraîna des faillites d'entreprise et une montée du chômage. En Allemagne, un homme politique parvint à tirer bénéfice des malheurs économiques de son pays. Il s'appelait Adolf Hitler.

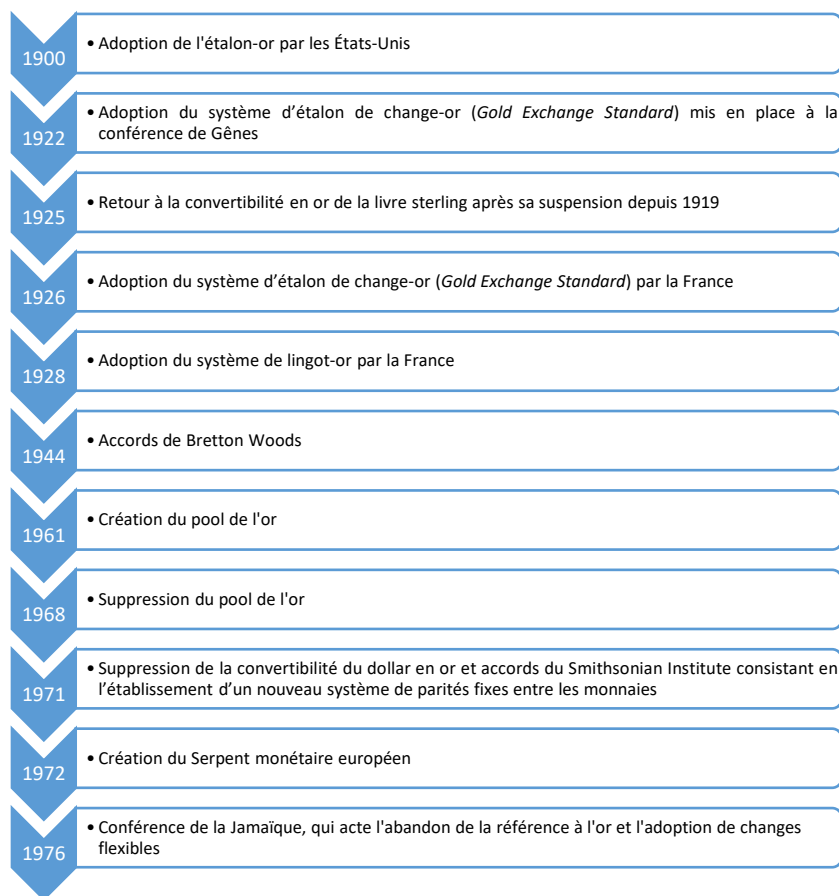
Selon le prix Nobel Robert Mundell (2000):

« Si le prix de l'or avait été augmenté... il n'y aurait pas eu de Grande Dépression, pas de révolution nazie, et pas de Seconde Guerre Mondiale » (2000, p.331)

La plupart des observateurs considèrent l'ancrage du système monétaire international sur l'or comme « une *relique barbare* » (pour paraphraser Keynes) : c'est à dire un élément culturel et psychologique, et largement contreproductif sur le plan économique.

Pourtant comme le montre la figure 3, la référence à l'or dans le SMI survivra néanmoins sous différents avatars avant d'être définitivement enterré en 1976.

Figure 3 : Un bref historique de la référence à l'or dans le SMI



3.2. Un exemple unique : l'intégration monétaire européenne

Après l'échec du Serpent monétaire, qui ne fonctionnait en 1978 plus que pour quelques monnaies (mark, florin, franc belge et couronne danoise), les pays européens décidèrent de la création d'un Système monétaire européen (SME) en décembre 1978, afin d'aboutir à une zone de stabilité des taux de change en Europe.

Le SME fonctionna bon gré mal gré, mais connut plusieurs crises spéculatives graves entre 1992 et 1993 qui eurent notamment raison de la participation de livre sterling et de la lire au mécanisme. Il se caractérisait par les éléments suivants :

- la création d'une unité monétaire européenne appelée ECU (*European Currency Unit*) qui servait d'instrument de compensation entre les Banques centrales des pays membres et d'unité de compte pour les crédits. La valeur de l'ECU était calculée sur la base d'un panier de monnaies communautaires⁴, qui faisait l'objet de révisions tous les cinq ans au maximum ;
- la création d'un mécanisme de change et d'intervention pour limiter à 2,25 % les fluctuations des monnaies autour de cours pivots, fixés par rapport à l'ECU, afin de stabiliser les taux de change. Un indicateur de divergence pour chaque monnaie y fut adjoint, dans le but de connaître la monnaie qui s'éloignait trop de son cours pivot avant même d'atteindre les marges

⁴ À sa création, l'ECU était basé sur le mark, la livre sterling, le franc français, la lire, le florin, le franc belge, le franc luxembourgeois, la couronne danoise et enfin la livre irlandaise.

réglementaires. Cela permettait notamment de ne pas faire peser toute la charge d'intervention systématiquement sur le pays dont la monnaie était la plus faible.

- la création d'un mécanisme de règlement entre les Banques centrales des pays membres, qui prit appui sur le Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) créé en avril 1973. Ainsi, les avoirs libellés en ECU devinrent des réserves au même titre que l'or et les devises, et servirent aux règlements entre Banques centrales au travers des comptes auprès du FECOM.
- la création de mécanismes de crédit spécifiques à très court, court et moyen termes, dans le but d'aider un pays à faire face à un déséquilibre conjoncturel de sa balance des paiements sans avoir à mettre en place de politiques déflationnistes.

Avec le traité de Maastricht de 1992, de son nom officiel traité sur l'Union européenne, les dirigeants des États membres de la Communauté européenne prirent l'engagement d'aboutir à une monnaie unique, l'euro, au plus tard le 1^{er} janvier 1999 (encadré 5). Ce traité fut ratifié démocratiquement par référendum dans les pays signataires. Vingt ans plus tard, l'euro se porte à merveille sur les marchés ! Il est aujourd'hui la deuxième monnaie internationale (derrière le dollar US).

L'intégration monétaire européenne est un exemple unique dans l'histoire de l'humanité dans lequel un ensemble d'États transfère volontairement leur souveraineté monétaire à une institution partagée et gérée selon des règles collectives. Certes, la construction de la zone euro n'a pas été un conte de fée... mais elle fournit la preuve indiscutable que les arrangements monétaires sont des *construits politiques* pouvant être mis au service du bien commun.

Encadré 5 L'euro



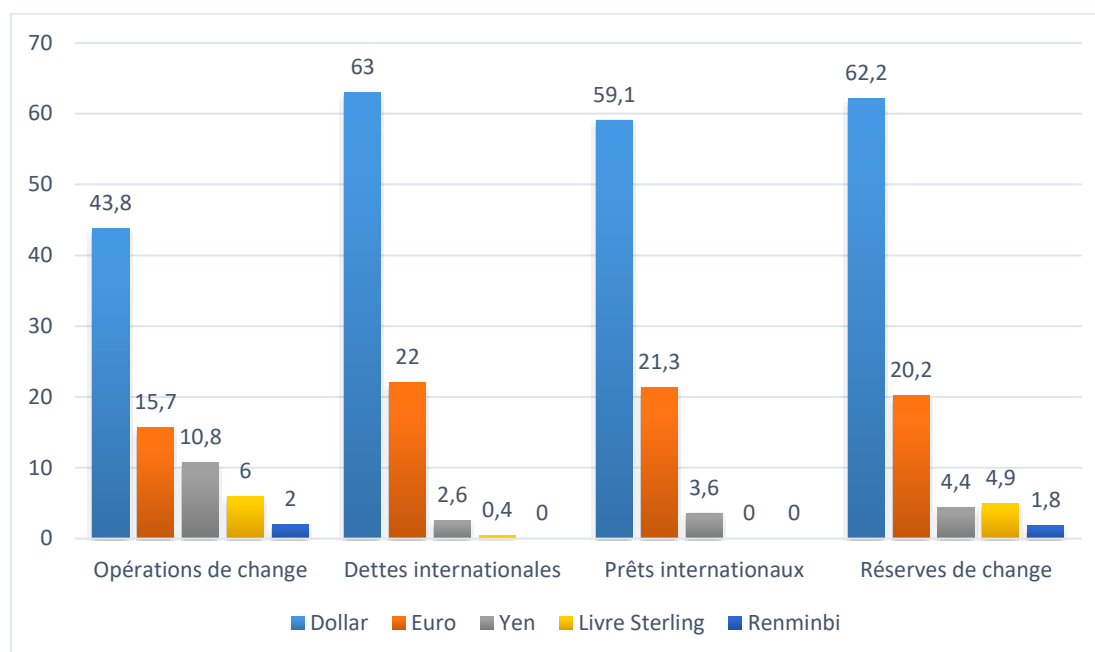
Le traité de Maastricht de 1992 a posé les jalons de la monnaie unique européenne, l'euro. Il a également institué la Banque centrale européenne (BCE) et le Système européen de banques centrales, avec pour mission principale de maintenir la stabilité des prix. Début 1999, onze États membres de l'UE ont fixé leurs taux de change, adopté une politique monétaire commune et introduit l'euro pour un usage institutionnel dans un premier temps (banques). Puis, en 2002, billets et pièces sont entrés en circulation pour l'ensemble des États de la zone euro, qui compte, en 2021, 19 membres sur les 27 États qui constituent l'Union européenne (UE).

2.1. Et après ?

L'évolution future du système financier international est aujourd'hui difficile à décrypter. Comme le montre la figure 4, le dollar américain conserve néanmoins son rôle hégémonique dans le système monétaire international. Le dollar domine en effet le marché des changes, reste la devise véhiculaire pour les émissions de dette, et conserve un rôle de réserve de valeur internationale.

Il présente donc toutes les fonctions d'une *monnaie internationale* (encadré 6). Pourtant, sa valeur est étroitement reliée aux décisions unilatérales de politiques économiques des États-Unis. Ce système asymétrique est vecteur de risques macroéconomiques. Il ne peut que déclencher contestations et montée des périls, étant donné le rééquilibrage des rapports de force géopolitique entre l'Occident et l'Asie.

Figure 4 : le poids des principales devises dans la finance mondiale



[Source : Eichengreen B. et Guangtao X., 2019, « China and the SDR: Financial Liberalization through the Back Door », Quarterly Journal of Finance, vol. 9, n° 3]

Encadré 6 Qu'est-ce qu'une monnaie internationale ?

Pour bénéficier d'un statut de monnaie internationale, une monnaie doit remplir à l'échelle mondiale les trois fonctions traditionnelles d'une monnaie : unité de compte, moyen d'échange et réserve de valeur. Ces fonctions peuvent alors être déclinées selon que la monnaie soit utilisée par le secteur public (principalement les Banques centrales) ou le secteur privé.

Fonction monétaire	Secteur privé	Secteur public
Moyen de paiement	Monnaie véhiculaire	Monnaie d'intervention sur le marché des changes
Unité de compte	Monnaie de libellé (par exemple pour le pétrole)	Monnaie d'ancrage (fixation de la valeur d'une monnaie nationale par rapport à la monnaie internationale)
Réserve de valeur	Monnaie d'investissement	Monnaie de réserve

La suprématie du dollar dans les transactions mondiales peut s'expliquer avant tout par son rôle véhiculaire du commerce mondial. En effet, l'utilisation d'une devise commune pour les transactions internationales implique des coûts d'achat et de vente sur le marché des changes. Or, la différence entre prix à l'achat et prix à la vente est bien plus faible pour le dollar, dans la mesure où comme il est très utilisé dans les échanges les coûts fixes sont répartis sur un nombre très grand de transactions. Et ce phénomène s'autoentretient : plus le dollar est utilisé dans les transactions mondiales, plus les coûts de transaction seront faibles et plus il sera avantageux de l'utiliser... et plus les avoirs en dollars américains s'accumulent, plus le coût de conversion des avoirs en réserve dans une nouvelle monnaie internationale (laquelle ?) devient élevé.

Source : Bénassy-Quéré A., 2015, Économie monétaire internationale.

Tout comme l'étalon-or ne donnait pas suffisamment d'espace aux politiques macroéconomiques pour atteindre le plein-emploi, le SMI actuel connaît donc plusieurs faiblesses. Il est asymétrique sur le plan géopolitique. Il est vecteur de déséquilibres et de crises financières. Enfin, il ne comporte aucun mécanisme correcteur qui permettait d'aligner les flux commerciaux et financiers sur les ODD.

Devrons-nous donc inventer une nouvelle architecture financière internationale, un « étalon-vert », qui permettrait de limiter les dégâts écologiques de la mondialisation, de mettre fin à l'instabilité financière, et de réduire les inégalités ? Probablement. Ce n'est peut-être pas aussi utopique que cela en a l'air. L'humanité dispose en effet de ressources considérables : des connaissances macro-économiques, un système de construction de données internationales, des institutions multilatérales, et une capacité de coordination incarnée par les 17 ODD entérinés lors des Accords de Paris de 2015. Fort de ces acquis, nos gouvernements ont la capacité de mettre sur pied un nouveau système sur des bases multilatérales ; comme ils surent le faire à Bretton-Woods, en juillet 1944, puis, à nouveau, lors de la création de l'euro en 1999. Reste, bien entendu, à retrouver la volonté politique...

3. Conclusions

- L'équation d'équilibre macroéconomique internationale permet de visualiser l'équilibre interne d'une économie et sa position vis-à-vis du reste du monde.
- Les déficits commerciaux correspondent à des entrées nettes de capitaux et reflètent l'écart entre l'épargne nationale et l'investissement domestique
- Les déséquilibres (internes et externes) de l'économie nationale sont le miroir des déséquilibres (internes et externes) des économies partenaires
- L'évolution de l'équilibre macroéconomique des Etats-Unis reflète la trajectoire de l'économie mondiale depuis 1945, et permet d'apprécier la montée des risques depuis l'apparition des « déficits jumeaux » dans les années 1980
- Le système monétaire international est un construit politique évolutif : les *règles du jeu* du commerce et de la finance internationale ne sont des construits géopolitiques reflétant les rapports de force, et les nécessités de chaque époque.

Questions de réflexion

1. Expliquez le sens de l'équation (4) : $(S - I) + (T - G) + S_f = 0$. Définissez chacun des termes ainsi que les relations entre ces termes.
2. Pourquoi peut-on dire que les déséquilibres externes sont toujours le reflet de déséquilibres internes de l'économie domestique et de ses partenaires commerciaux ?
3. En utilisant l'équation fondamentale d'équilibre macroéconomique, calculez l'impact des événements suivants sur la position financière nette du secteur privé domestique d'un pays:
 - a. Le compte courant de la balance des paiements affiche un excédent de 1 000 millions d'euros et le solde budgétaire public est à l'équilibre
 - b. Le solde budgétaire public affiche un surplus de 500 millions d'euros et le compte financier de la balance des paiements affiche un déficit de 100 millions d'euros
 - c. Le compte courant de la balance des paiements affiche un déficit de 50 millions d'euros et le solde budgétaire publique affiche un déficit de 100 million d'euros.

Mini-cas : la position extérieure

La position commerciale et financière vis-à-vis du reste du monde est à juste titre un des fondamentaux macroéconomiques les plus commentés. L'objectif de ce mini-cas est de combiner vos connaissances macroéconomiques et l'utilisation basique d'Excel pour analyser et interpréter l'évolution de la position extérieure du pays de votre choix au cours des dernières années, à partir des données combinées par le Fonds Monétaire International.

1. Rendez-vous sur le site internet du Fonds Monétaire International <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLs/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>

Sélectionnez le pays de votre choix, et cliquer sur “continue”. Puis sélectionnez les variables suivantes :

- *Total Investment (as percent of GDP)*
- *Gross National Savings (as percent of GDP)*
- *General government structural balance (as percent of GDP)*
- *Current account balance (as percent of GDP)*

Assurez-vous que ces données soient disponibles pour le pays choisi. Téléchargez ces variables depuis la première année disponible jusqu'à la plus récente, et sauvegardez le fichier Excel sur votre ordinateur. Puis, répondez aux questions suivantes:

- a. En utilisant l'équation d'équilibre macroéconomique fondamentale et les variables pertinentes, déterminez, pour chaque année, la valeur du compte financier de la balance des paiements e (en % du PIB)
- b. La Position Financière Macroéconomique est définie comme la différence entre l'Épargne Brute Disponible (*Gross National Savings*) et l'Investissement Total (*Total Investment*).

Pour chaque année, calculez la Position Financière Macroéconomique (en % du PIB) en utilisant les données téléchargées.

- c. La Position Financière Macroéconomique amalgame le secteur public et privé. Pour chaque année, soustrayez le solde budgétaire public (*General government structural balance*) à la Position Financière Macroéconomique pour obtenir la Position Financière du Secteur Privé (en % du PIB).
- d. Sélectionnez les variables nécessaires et, en utilisant la fonction histogramme d'Excel, construisez une « image miroir » pour l'équilibre macroéconomique du pays choisi. Cette image miroir doit être similaire à celle étudiée en cours dans le cas des Etats-Unis (note : la figure doit être exactement symétrique).
- e. Puis, commentez l'évolution de l'équilibre macroéconomique au cours du temps et comparez la situation actuelle avec les valeurs passées. Illustrez votre analyse par des informations complémentaires sur l'économie du pays choisi.