

Le Système Monétaire International peut-il retrouver un équilibre stable et coopératif ? (Patrick Artus)

De la fin des années 1990 à 2013, le Système Monétaire International a pris la forme qui a été baptisée « Bretton Woods II » (par M. DOOLEY, D. FOLKERTS-LANDAU, P. GARBER (2004) « The Revived Bretton Woods System » International Journal of Finance and Economics, vol 9, n°4). Il s'agit d'un système à deux pôles, entre les Etats-Unis et l'Asie, mais essentiellement entre les Etats-Unis et la Chine, qui est stable et profitable aux deux pays.

Les Etats-Unis émettent la monnaie de réserve, et développent un déficit extérieur très important vis-à-vis de la Chine. La Chine refinance les Etats-Unis en accumulant des titres en dollars (essentiellement des titres du Trésor des Etats-Unis) dans ses réserves de change. Ce système est stable, puisque le déficit extérieur des Etats-Unis est financé sans difficulté par la Chine (ainsi d'ailleurs à cette époque de 1998 à 2013, et encore aujourd'hui que par les pays de l'OPEP) et que l'accumulation des réserves de change en Chine (les achats de dollars) évite une appréciation trop forte du taux de change du RMB chinois et une dépréciation trop forte du dollar.

Ce système est favorable aux deux pays, puisque les Etats-Unis peuvent consommer une quantité importante de produits chinois dont le prix est bas, en s'endettant sans difficulté auprès de la Chine, et parce que la Chine peut produire davantage de biens qu'elle vend aux Etats-Unis en apportant le financement correspondant et en accumulant la dette sans risque (celle du Trésor des Etats-Unis) fournie par les Etats-Unis.

Mais ce système de Bretton Woods II disparaît en 2014, pour deux raisons. Tout d'abord, la Chine n'accumule plus de réserves de change, donc la Banque Centrale de Chine n'achète plus d'actifs financiers en dollars. Ceci vient de ce que la Chine, depuis 2014, subit de fortes sorties de capitaux du secteur privé, les ménages chinois et les entreprises chinoises, deviennent pessimistes quant à l'avenir de leur pays, préfèrent investir à l'étranger ; aussi de ce que le vieillissement démographique commence à réduire l'excédent commercial de la Chine. Depuis 2014, la Chine ne finance donc plus les Etats-Unis.

La deuxième explication est le changement de stratégie économique des deux pays. De la fin des années 1990 à 2013, les Etats-Unis sont consuméristes et la Chine est mercantiliste. Ceci signifie que les Etats-Unis essaient de consommer davantage en important les produits chinois bon marché, tandis que la Chine baisse sa croissance sur le développement de ses exportations et de ses excédents extérieurs, facilité par une monnaie sous-évaluée. Le système de Bretton Woods II est alors parfaitement adapté, on l'a vu, à ces stratégies, avec le déficit extérieur des Etats-Unis vis-à-vis de la Chine, refinancé par l'accumulation de dollars par la Banque Centrale de Chine.

Mais à partir de 2014, et surtout avec l'arrivée de D. Trump à la présidence des Etats-Unis, ces stratégies s'inversent : les Etats-Unis deviennent mercantilistes, et la Chine devient consumériste. D. Trump veut que les autres pays achètent davantage de biens et services aux Etats-Unis, et veut donc réduire le déficit extérieur des Etats-Unis ; le gouvernement chinois passe à une stratégie de croissance basée sur la demande intérieure et non plus sur les exportations. Un Système Monétaire International basé

sur les déficits extérieurs des Etats-Unis vis-à-vis de la Chine et sur la forte croissance des exportations de la Chine vers les Etats-Unis n'est donc plus adapté.

D'ailleurs, on l'a vu, la Chine n'accumule plus de réserves de change depuis 2014, au contraire elle a perdu 900 milliards de dollars de réserves depuis cette date, et elle ne peut plus financer les Etats-Unis. Les Etats-Unis ayant toujours un déficit commercial considérable (autour de 800 milliards de dollars par an), la Chine a été remplacée par l'Europe, et en particulier par l'Allemagne qui a un excédent d'épargne considérable (un excédent extérieur de 8% du PIB environ) dans le rôle de prêteur aux Etats-Unis, de pays finançant le déficit extérieur des Etats-Unis.

De 2013 à aujourd'hui, la dette du Trésor américain détenue en Europe est passée de 870 à 1520 milliards de dollars, celle détenue en Chine de 1300 à 1100 milliards de dollars.

Peut-il alors apparaître un nouveau Système Monétaire International, qu'on appellerait « Bretton Woods III », entre les Etats-Unis et l'Europe et qui remplacerait le système de « Bretton Woods II » entre les Etats-Unis et la Chine décrit plus haut ?

Ce système n'aurait pas le caractère coopératif de Bretton Woods II, qui était à l'époque favorable à la fois à la Chine et aux Etats-Unis. En effet, aujourd'hui les Etats-Unis et l'Europe ont des stratégies mercantilistes. Les deux pays veulent croître grâce à la progression de leurs exportations, veulent des parts de marché dans le commerce mondial, dans la production mondiale de produits industriels. On ne peut donc pas retrouver l'équilibre stable qui existait jusqu'en 2013 entre les Etats-Unis et la Chine, puisque les Etats-Unis n'acceptent plus d'avoir un déficit extérieur, même refinancé par l'Europe. Au contraire, on se dirige vers un affrontement : les Etats-Unis vont reprocher à l'Europe son excédent extérieur, vont prétendre que les européens sous-évaluent leur devise, alors que jusqu'en 2013 les Etats-Unis acceptaient l'excédent extérieur de la Chine et la sous-évaluation du RMB chinois puisqu'ils avaient alors une stratégie consumériste et non mercantiliste. Le Système Monétaire International va donc perdre la stabilité qu'il avait sous le régime de « Bretton Woods II ».

Ceci est dû à une erreur d'analyse de D. Trump : les Etats-Unis ayant la monnaie de réserve internationale dominante, ils doivent choisir une stratégie consumériste et non mercantiliste. Le « privilège exorbitant » du dollar permet en effet aux Etats-Unis de financer leurs déficits (extérieur et public) sans difficulté, donc de soutenir leur demande intérieure en attirant l'épargne du Reste du Monde. D. Trump ne comprend donc pas que le pays qui émet la monnaie de réserve mondiale doit profiter de cette situation pour être consumériste et ne doit certainement pas être mercantiliste.