NATIXIS

Flash
Économie

03 Juillet 2008 - N° -285

Quelles perspectives pour le Système Monétaire International ?

Nous pensons que le Système Monétaire International va évoluer vers un système à deux monnaies de réserve, l'euro et le dollar. En effet :

- ***le dollar étant la monnaie du commerce international, il ne peut pas disparaître comme monnaie de réserve financière ;***
- ***mais les Etats-Unis présentant des déséquilibres graves, le Monde cherche un substitut au dollar, d'où l'euro ;***
- ***aucune autre monnaie ne peut jouer ce rôle, soit parce qu'elles sont trop petites (yen, livre sterling), soit par l'insuffisant développement financier du pays d'origine (Chine).***

Cette situation de double monnaie de réserve n'empêche pas qu'il y ait des accords régionaux de stabilisations des changes (en particulier en Asie).

Quelles sont les caractéristiques d'un système monétaire international à deux monnaies de réserve ?

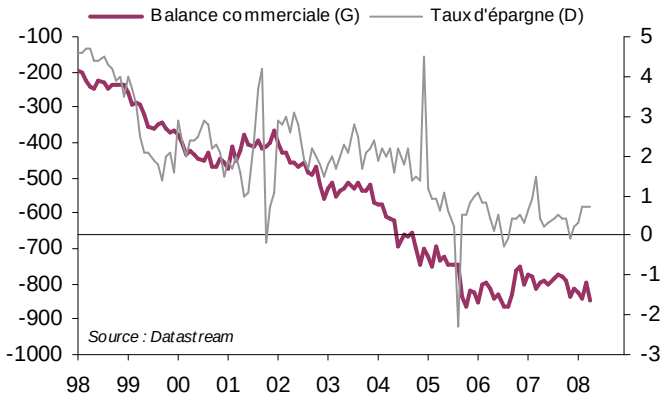
- ***la substituabilité entre ces deux monnaies (dollar et euro) est forte. Ceci veut dire qu'un petit écart de rendement entre le dollar et l'euro provoque un fort mouvement de la parité $/€ ;***
- ***les Etats-Unis et la zone euro auront alors le choix entre continuer à ne choisir les politiques monétaires qu'avec des objectifs domestiques (croissance, inflation) et accepter une forte variabilité du taux de change si les situations économiques ou les poids des objectifs diffèrent ; ou bien coordonner les politiques monétaires pour réduire la variabilité du taux de change ;***
- ***s'il apparaît durablement une situation de croissance modeste et d'inflation excessive, avec la hausse des prix des matières premières, alors, s'il n'y a pas coordination, la politique monétaire risque d'être durablement plus expansionniste aux Etats-Unis que dans la zone euro, d'où une dépréciation forte du dollar par rapport à l'euro ;***
- ***ce qui pose la question de la limite à l'affaiblissement du dollar au delà de laquelle, même s'il est initialement la monnaie du commerce, il perdrait quand même son statut de monnaie de réserve***
- ***ce qui pose aussi la question de la capacité des deux banques centrales à adopter une attitude coopérative.***

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

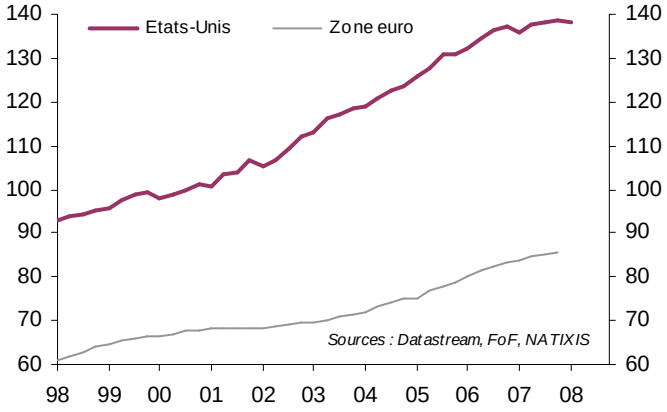
Vers un système Monétaire International à deux monnaies de réserve

La persistance de déséquilibres économiques et financiers importants aux Etats-Unis (disparition de l'épargne des ménages et, en conséquence, déficit commercial considérable, **graphique 1** ; excès d'endettement des ménages, **graphique 2**, d'où le développement excessif de la titrisation, **graphique 3** ; taux d'intérêt chroniquement faibles par rapport au taux de croissance, **graphique 4**, d'où l'excès d'endettement ...) a **poussé les investisseurs mondiaux à rechercher un substitut au dollar comme monnaie de réserve.**

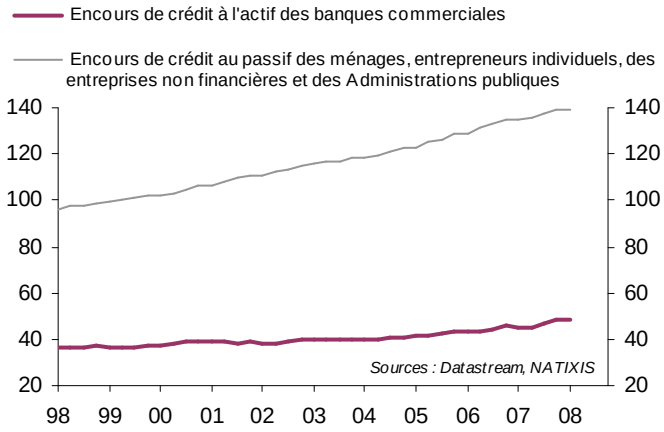
Graphique 1
Etats-Unis : déficit commercial et taux d'épargne net des ménages



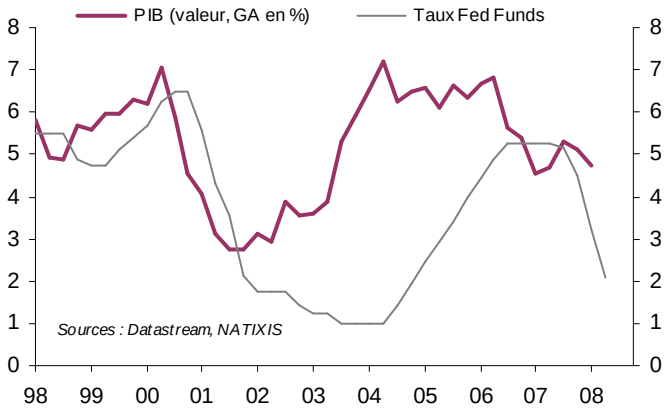
Graphique 2
Dette des ménages (en % du RDB)



Graphique 3
Etats-Unis : crédits (en % du PIB)



Graphique 4
Etats-Unis : taux Fed Funds et PIB



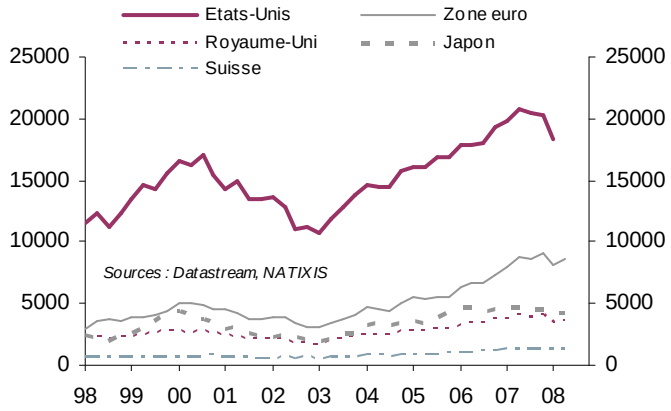
Le seul candidat disponible est alors l'euro.

En effet,

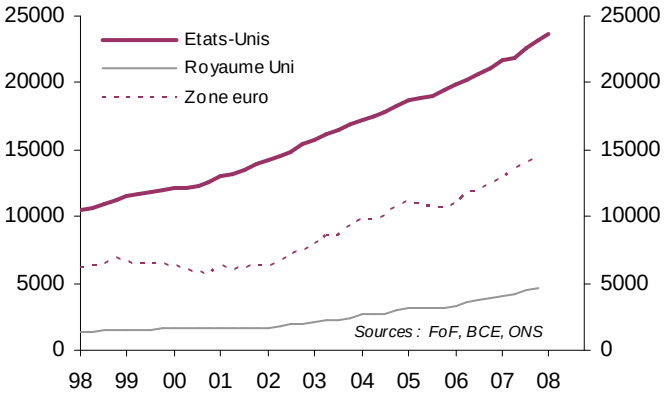
- le yen, le franc suisse, la livre sterling correspondent à des **marchés financiers de trop petite taille (graphiques 5 - 6 a/b) ;**

- **les monnaies des émergents ne peuvent pas être aujourd'hui monnaies de réserve** internationale, avec l'insuffisant développement financier du pays d'origine, ou avec la présence de contrôle de capitaux, le RMB chinois présentant ces deux obstacles **(graphique 7)**

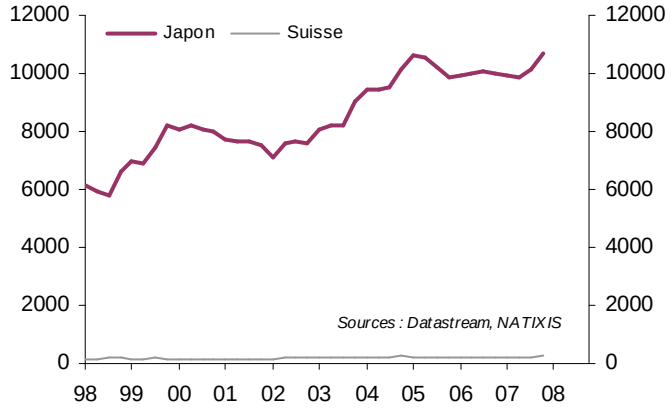
Graphique 5
Capitalisation boursière (Mds de dollars)



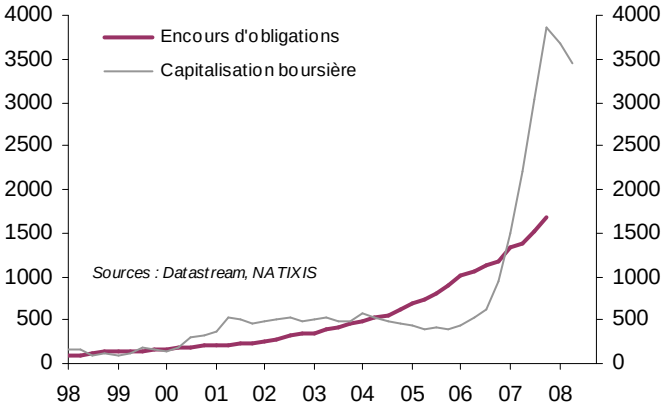
Graphique 6 a
Encours d'obligations publiques et privées (Mds de dollars)



Graphique 6 b
Encours d'obligations (en Mds de dollars)

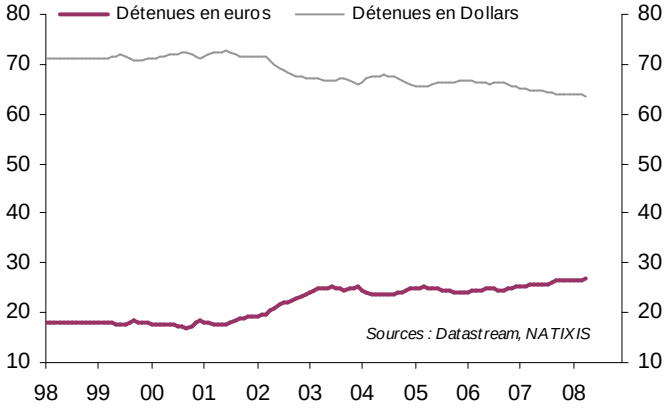


Graphique 7
Chine : capitalisation boursière et encours d'obligations (Mds de dollars)



La hausse du rôle de l'euro comme monnaie de réserve internationale se voit à la part de l'euro dans les réserves de change mondiales **(graphique 8)**, dans les marchés financiers mondiaux **(tableau 1)** ; aux flux de capitaux de non-résidents vers la zone euro **(graphique 9)**

Graphique 8
Part des réserves de change mondiales (en %)



Graphique 9
Zone euro : achats nets par les non-résidents (en % du PIB)

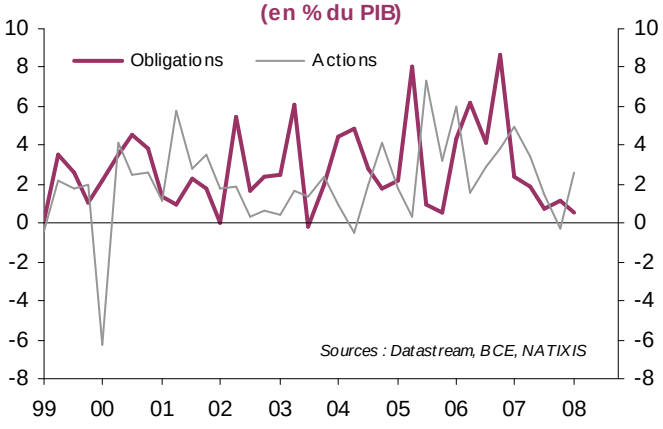


Tableau 1
Part du dollar et de l'euro dans les émissions obligataires, les dérivées de taux d'intérêt et de change

Dans les émissions obligataires (en % du total)

	Encours			Emissions (nettes)		
	déc.-06	déc.-07	mars-08	2006	2007	mars-08
US Dollar	36,1	35,0	33,8	39,1	41,3	50,1
Euro	47,3	48,8	50,0	46,0	41,3	29,2

Source : BIS Quarterly Review, June 2008 (table 13B)

Dans les dérivées de taux d'intérêt (en % du total)

	Encours Notionnels				
	déc.-05	juin-06	déc.-06	juin-07	déc.-07
US Dollar	35,1	33,6	33,4	32,9	33,0
Euro	38,4	39,4	38,3	36,8	37,2

Source : BIS Quarterly Review, June 2008 (table 21B)

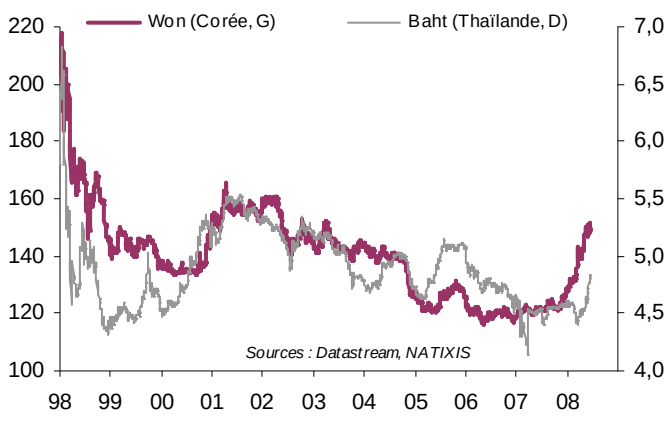
Dans les dérivées de taux de change (en Mds de dollars)

	Encours Notionnels				
	déc.-05	juin-06	déc.-06	juin-07	déc.-07
US Dollar	26 295	31 791	33 755	40 513	46 947
Euro	12 857	15 344	16 037	18 280	21 806

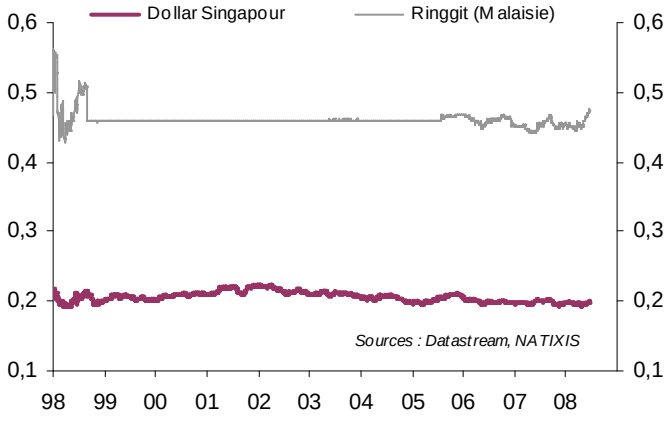
Source : BIS Quarterly Review, June 2008 (table 20B)

Le fait que le RMB chinois ne puisse pas être avant longtemps une monnaie de réserve internationale **n'empêche pas que se constitue en Asie une zone de stabilisation des changes (graphiques 10 a/b – 11 a/b)**, avec l'exception du Japon.

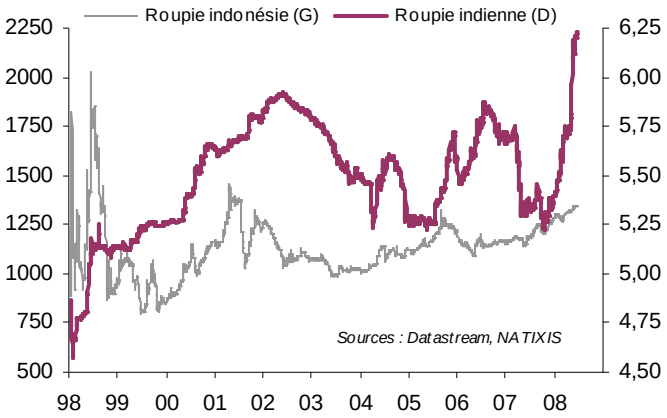
Graphique 10 a
Taux de change contre RMB



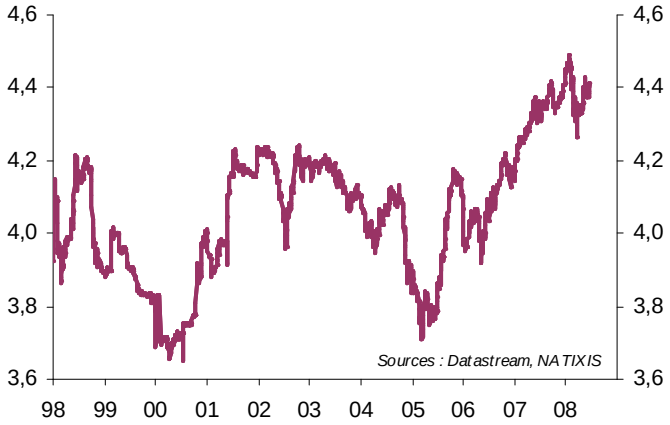
Graphique 10 b
Taux de change contre RMB



Graphique 11 a
Taux de change contre RMB



Graphique 11 b
Taïwan : taux de change contre le RMB



Une plus grande stabilité des changes en Asie est nécessaire compte tenu de l'éclatement des processus de production entre les différents pays, mais elle n'implique pas l'apparition d'une monnaie de réserve.

Nous pensons que la substitution d'euros aux dollars laissera cependant subsister deux monnaies de réserves (ceci avait été le cas pour la livre sterling dans les années d'après la seconde guerre mondiale **tableau 2**)

Tableau 2
Part des devises nationales dans les réserves de change mondiales (en %)

	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1930	1933	1935	1936
US dollar	15,6	32,3	35,3	33,3	55,6	65,3	47,5	37,0	22,4	38,5
Livre Sterling	78,1	64,5	61,8	63,6	42,6	33,3	43,1	52,0	44,2	60,1
Autres monnaies	6,3	3,2	2,9	3,0	1,9	1,3	3,1	10,0	33,3	1,4

(*) de 1920 à 1936: estimations avec des Pays représentatifs
Source: Working Paper -WorldBank - Eichengreen and Marc Flandreau

	1965	1970	1975	1980	1990	1995	1996	1997	1998
US dollar	56,1	70	75	78	48	59	62,1	65,2	69,4
Yen	0	0	3	5	7	6,8	6,7	5,8	6,2
Livre Sterling	20,0	-	-	-	-	2,1	2,7	2,6	2,7
Franc Suisse	0	0,5	2	2,8	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Euro (DM avant 1999)	0,1	3	10	12	18	15,8	14,7	14,5	13,8
ECU	0	-	-		10	8,54	7,09	6,08	1,30
Autres monnaies	23,8	26,5	10	2,2	13	4,8	4,8	4,8	4,5

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
US dollar	71,0	70,5	70,7	66,5	65,8	65,9	66,8	65,3	63,9	63,90
Yen	6,4	6,3	5,2	4,5	4,1	3,9	3,6	3,4	2,9	2,9
Livre Sterling	2,9	2,8	2,7	2,9	2,6	3,3	3,7	4,0	4,6	4,6
Franc Suisse	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Euro (DM avant 1999)	17,9	18,8	19,8	24,2	25,3	24,9	24,4	24,8	26,0	26,5
ECU	-	-	-	-	-	-	-	-		
Autres monnaies	1,6	1,4	1,2	1,4	1,9	1,8	1,6	1,4	2,4	1,9

Source : FMI - Rapport annuel, COFER

Mais la situation du dollar est aujourd'hui plus complexe : **le dollar reste la monnaie dominante de facturation du commerce international (tableaux 3a/b)** et de rôle du dollar ne s'affaiblit pas.

Tableau 3 a
Part du dollar et de l'euro dans la facturation des échanges commerciaux par région

		Exportations		Importations	
Régions	**Date**	**Part du dollar**	**Part de l'euro**	**Part du dollar**	**Part de l'euro**
États-Unis	2003	99,8	-	92,8	-
Asie					
Japon	2003	48,0	9,6	68,7	4,5
Corée	2004	83,2	7,4	79,6	5,4
Malaisie	2000	90,0	-	90,0	-
Thaïlande	2003	84,4	2,7	76,0	4,3
Australie	2004	69,6	1,3	50,5	9,0
Zone Euro					
Belgique	2003	31,9	55,3	33,3	57,0
France	2003	33,9	52,4	47,0	45,1
Allemagne	2003	24,1	63,0	33,9	55,2
Italie	2003	17,5	74,9	24,9	70,2
Grèce	2003	46,1	47,3	54,7	39,6
Luxembourg	2003	24,5	52,7	36,9	41,7
Portugal	2003	28,0	54,6	32,6	60,2
Espagne	2003	30,3	60,8	35,7	60,3
Royaume Uni	2002	26,0	21,0	37,0	27
Nouveaux entrants de l'Union Européenne					
Bulgarie	2004	34,9	62,4	34,2	63,5
Chypre	2002	44,7	21,8	34,9	45,5
République Tchèque	2003	13,3	69,5	18,4	66,4
Estonie	2003	70,4	8,5	22,0	61,7
Hongrie	2002	12,2	83,1	18,5	73,1
Lettonie	2003	26,7	57,4	-	48,9
Pologne	2003	25,9	63,6	28,2	58,8
Slovaquie	2002	11,6	73,9	21,2	60,1
Slovénie	2002	9,6	86,9	13,3	82,8

Source: National Bureau of Economic Research, Working Paper No 12495 (p8)

Tableau 3 b
Part du dollar et de l'euro dans la facturation du commerce mondial (en %)

Dollar	Euro	Autres
49,1	27,7	23,.2

Source : BCE, working paper series N°665

Une partie importante des réserves de change sert de **réserves de précaution**, permettant de financer les importations même en période de crise.

Cette partie des réserves est donc naturellement investie essentiellement en dollars, ce qui préserve la statut de monnaie de réserve du dollar.

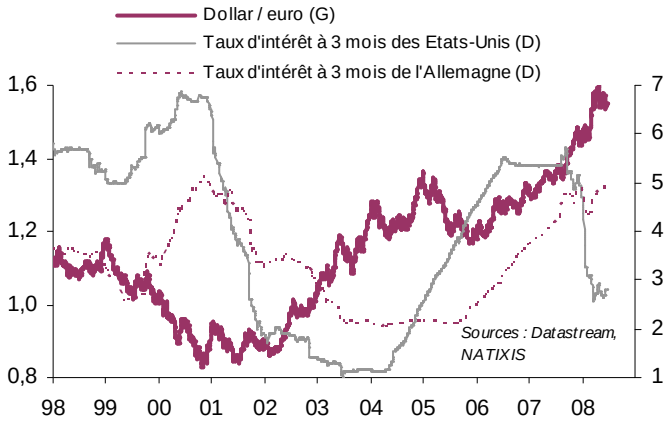
Nous pensons donc qu'il faut réfléchir au fonctionnement du Système Monétaire International dans une situation durable de double monnaie de réserve.

Quelles caractéristiques du Système Monétaire International avec double monnaie de réserve ?

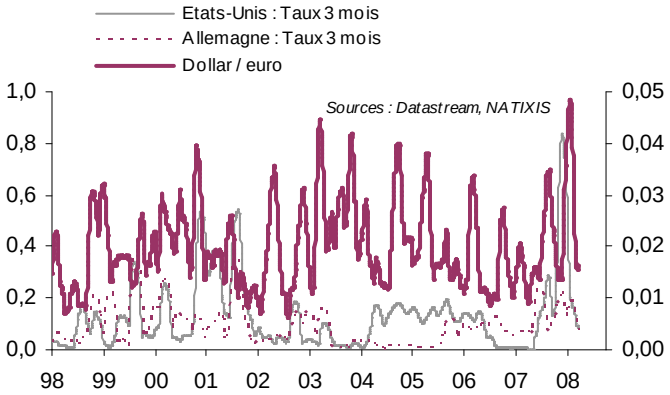
Le point de départ de la réflexion est le fait que, s'il y a deux monnaies de réserves internationales, **la substituabilité entre ces deux monnaies dans les portefeuilles des investisseurs est accrue.** Les deux monnaies ont en effet des marchés financiers larges et liquides, et il est facile de passer de l'une à l'autre. De ce fait, on s'attend à ce qu'**un petit écart de rendement (de taux d'intérêt) entre le dollar et l'euro engendre une grosse variation du taux de change $/€,** donc à ce que la variabilité du taux de change, pour une variabilité donnée des taux d'intérêt, s'accroisse.

Ceci se voit clairement : la baisse des taux sur le dollar par rapport aux taux sur l'euro en 2002-2004 ou 2007-2008 déprécie violemment le dollar **(graphique 12)**. La variabilité des taux d'intérêt conduit à la variabilité des taux de change, parfois avec un décalage **(graphiques 13/14)**.

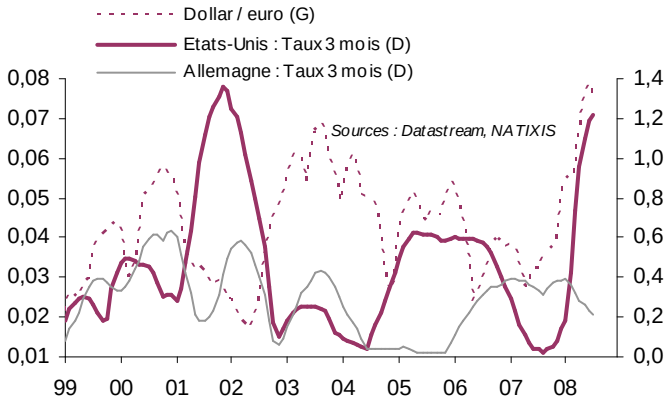
Graphique 12
Taux de change et taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 13
Ecart type empirique sur 3 mois : taux de change et taux d'intérêt à 3 mois



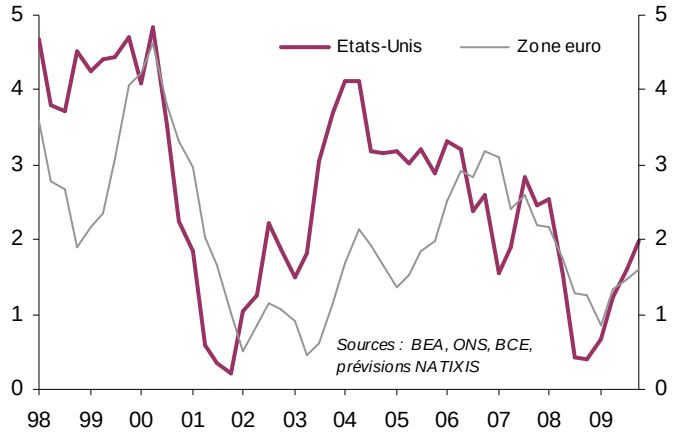
Graphique 14
Ecart type empirique sur 12 mois : taux de change et taux d'intérêt 3 mois



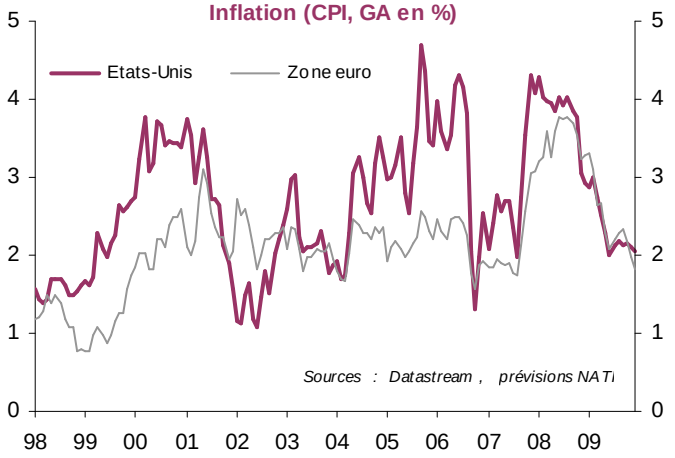
Les conséquences de cette situation pour les politiques monétaires sont assez claires. Si les Etats-Unis et la zone euro (la Réserve Fédérale et le BCE) continuent de mener des politiques monétaires ayant seulement des objectifs domestiques, il va apparaître de très forts mouvements du taux de change dollar/euro.

En effet, soit il y aura des **différences dans les situations économiques (graphiques 15-16)** justifiant des politiques monétaires à objectifs domestiques différents aux Etats-Unis et dans la zone euro, et ceci provoquera des variations violentes du taux de change.

Graphique 15
Croissance du PIB (volume, GA en %)



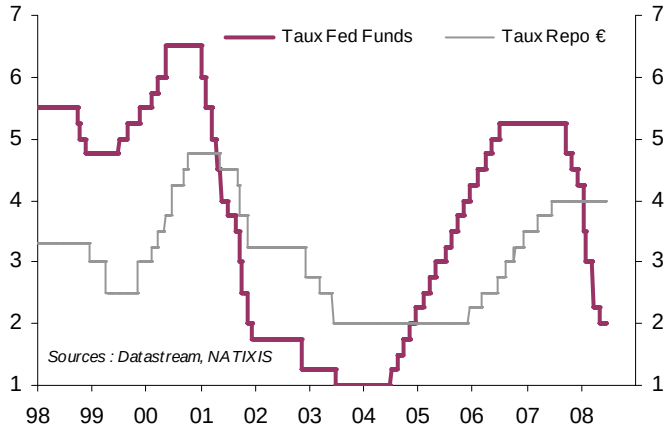
Graphique 16
Inflation (CPI, GA en %)



La croissance américaine a aussi été très supérieure à la croissance européenne de 2003 à 2005.

Soit il y a des **différences de comportement, de préférences, entre la Réserve Fédérale et la BCE,** conduisant à des écarts de taux d'intérêt face à des situations économiques similaires **(graphiques 17)**, d'où aussi des variations fortes du taux de change.

Graphique 17
Taux directeurs



On sait aussi que la Réserve Fédérale passe à une politique monétaire très expansionniste lorsque la croissance ralentit ou en cas de crise financière ; que la BCE suit l'inflation totale et la Réserve Fédérale l'inflation sous-jacente.

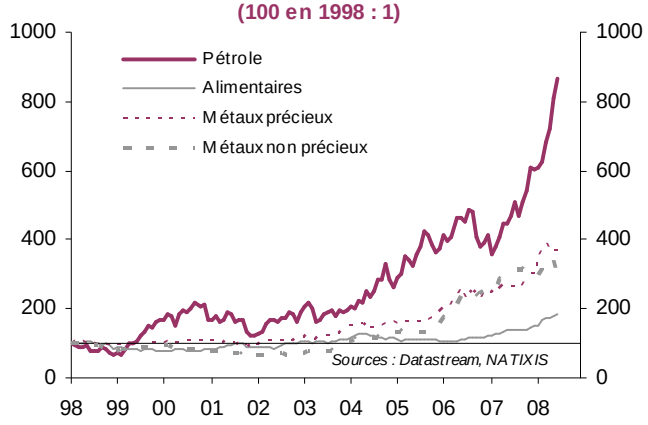
La seule solution pour éviter des mouvements excessifs du taux de change dollar/euro si le dollar et l'euro sont tous les deux monnaies de réserve internationale est donc la coordination des politiques monétaires entre les Etats-Unis et la zone euro. Est-elle vraisemblable ?

Dans cet environnement, les difficultés à venir pour les politiques monétaires aux Etats-Unis et dans la zone euro

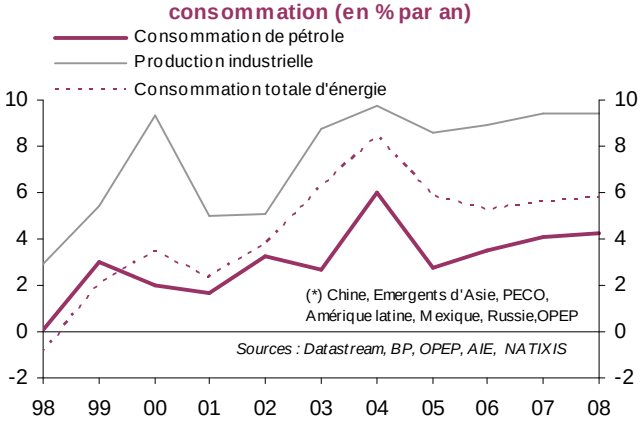
Partons donc de l'hypothèse faite plus haut, qu'il y ait désormais deux monnaies de réserve internationale, le dollar et l'euro, et que ceci fasse apparaître de fortes variations du taux de change dollar/euro en cas d'écart entre les taux d'intérêt des deux pays (Etats-Unis et zone euro).

Spontanément, la Réserve Fédérale réagit fortement au freinage de l'activité et aux difficultés des banques ou des marchés financiers ; elle a un objectif d'inflation sous-jacente. La BCE réagit fortement au risque inflationniste et a un objectif d'inflation totale. **De manière durable**, après la crise financière et avec la hausse des prix des matières premières **(graphique 18)** qui risque d'être durable avec la forte demande de matières premières dans les pays émergents et exportateurs de matières premières **(graphique 19), la croissance risque d'être affaiblie** (graphique 16) **aux Etats-Unis et dans la zone euro** par le freinage du crédit aux ménages **(graphique 20)**, le retournement de l'immobilier résidentiel **(graphique 21)**, la baisse des salaires réels **(graphique 22)**.

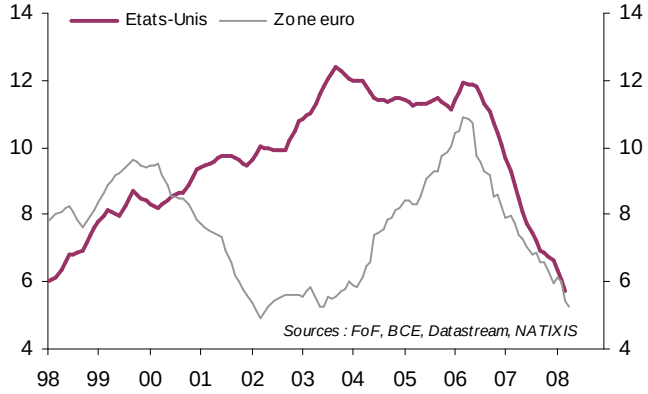
Graphique 18
Prix spot des matières premières en dollars (100 en 1998 : 1)



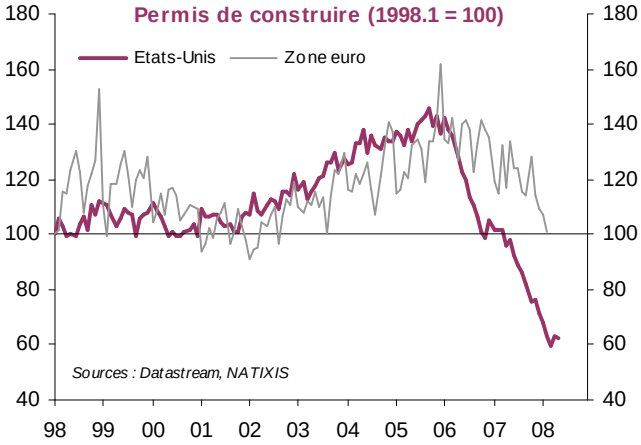
Graphique 19
Ensemble des pays émergents* : production et consommation (en % par an)



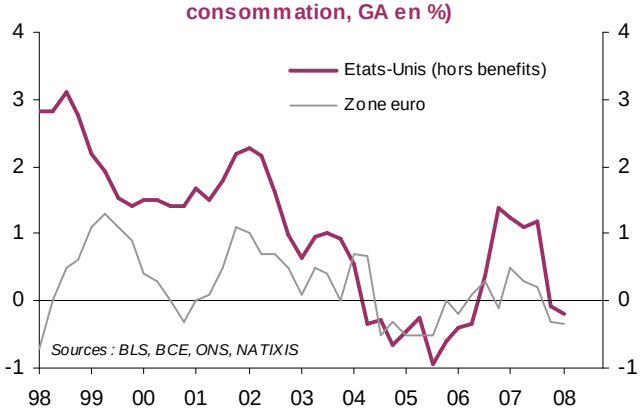
Graphique 20
Crédits bancaires aux ménages (GA en%)



Graphique 21
Permis de construire (1998.1 = 100)



Graphique 23
Salaire réel par tête (déflaté par le prix à la consommation, GA en %)



De même, de manière durable, **l'inflation totale risque de rester supérieure à l'objectif des banques centrales** (graphique 16), avec la hausse des prix des matières premières, tandis que **l'inflation sous-jacente reste stable (graphique 23)** avec la faiblesse des hausses des salaires (graphique 23).

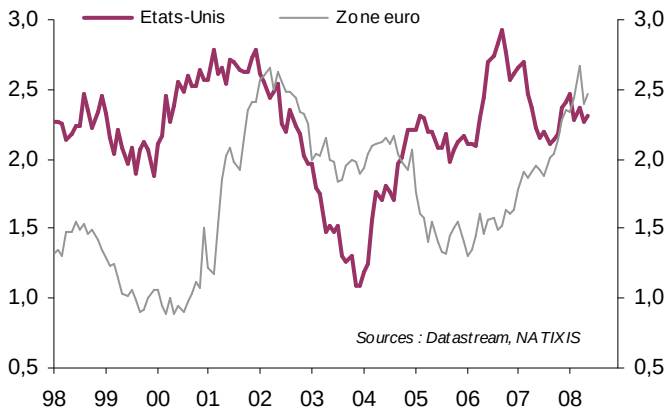
Si la Réserve Fédérale et la BCE conservent leur comportement usuel, à objectif domestique, on aura alors durablement des taux d'intérêt plus élevés dans la zone euro qu'aux Etats-Unis (réaction à l'inflation totale dans la zone euro, réaction à l'inflation sous-jacente et à la croissance aux Etats-Unis. **Cela conduira, dans le Monde, à deux monnaies de réserve et** au delà des fluctuations de court terme, **à la poursuite d'une tendance forte d'appréciation de l'euro vis à vis du dollar (graphique 24).**

Quels sont alors **les problèmes pour les banques centrales ?**

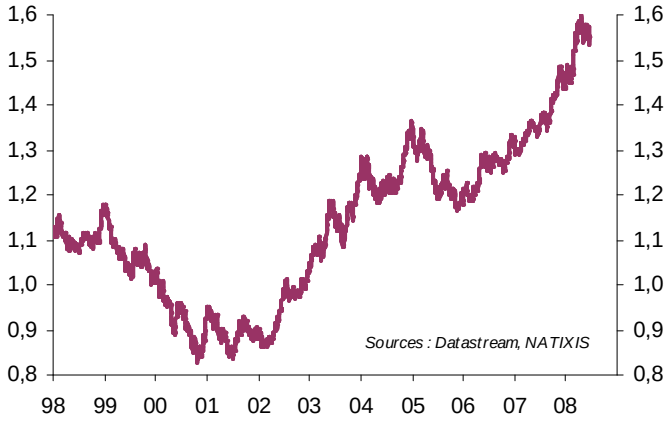
(1) Coordonner les politiques monétaires voudrait, dans cette situation, dire que la Réserve Fédérale accroît ses taux d'intérêt par rapport à ceux qui viennent de son seul objectif domestique, et que la BCE les baisse.

La Réserve Fédérale est-elle prête à renoncer à soutenir la croissance aux Etats-Unis à la fois par les taux d'intérêt faibles et par la dépréciation du dollar qui stimule les exportations **(graphique 25)** ?

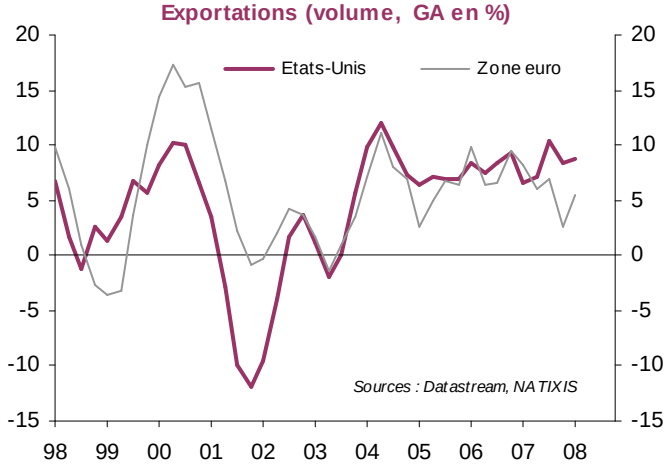
Graphique 23
Inflation sous-jacente (Core CPI, GA en %)



Graphique 24
Change : dollar contre euro



Graphique 25
Exportations (volume, GA en %)



Accepterait-elle de faire remonter le taux d'épargne des ménages américains (graphique 1) et de réduire le déficit extérieur par une politique monétaire plus restrictive ? C'est peu probable.

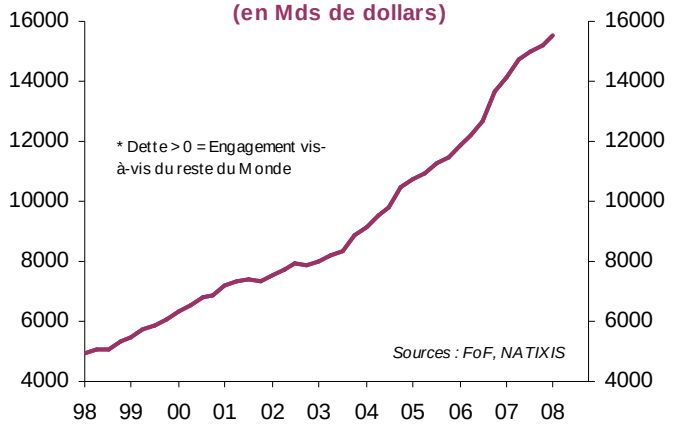
La BCE est-elle prête à laisser l'inflation augmenter au delà de son objectif pour limiter l'écart de taux d'intérêt entre l'euro et le dollar ? C'est aussi peu probable.

Le maintien de politiques économiques à objectif domestique entrainerait donc une appréciation forte de l'euro par rapport au dollar ; elle accroît le coût en inflation de la stimulation de la croissance aux Etats-Unis ; elle accroît en croissance de la stabilisation de l'inflation dans la zone euro.

(2) Un affaiblissement supplémentaire du dollar fait courir le **risque**, de **perte accélérée du rôle de monnaie de réserve pour le dollar,** même si le dollar reste la monnaie du commerce.

La Réserve Fédérale sera peut-être un jour forcée à la coopération par le risque de ventes de dollars par les investisseurs non américains, qui pourrait provoquer une chute catastrophique du dollar, ou une hausse catastrophique des taux d'intérêt sur le dollar, compte tenu de la taille de la dette extérieure des Etats-Unis **(graphique 26)**.

Graphique 26
États-Unis : dette* extérieure brute
(en Mds de dollars)



Les déclarations récentes de la Réserve Fédérale et du Trésor américain sur la nécessité d'éviter une chute excessive du dollar expriment bien cette inquiétude.

Synthèse : l'absence de coordination des politiques monétaires entre les Etats-Unis et la zone euro de plus en plus néfaste

Nous pensons que le Système Monétaire International va être caractérisé par **une double monnaie de réserve : dollar et euro :**

- il n'y a pas d'autre substitut possible au dollar que l'euro ;
- le dollar reste monnaie de réserve puisqu'il est la monnaie du commerce.

Cette situation génère **une forte sensibilité du taux de change $/€ aux écarts de taux d'intérêt entre les deux monnaies.**

Les politiques monétaires non coopératives à objectifs domestiques ont donc un coût accru en termes de volatilité et de dérive des taux de change.

Mais la coordination est pourtant peu probable : on voit mal la Réserve Fédérale renoncer à soutenir l'activité réelle aux Etats-Unis et la BCE renoncer à contrôler l'inflation.

Le coût de l'absence de coordination sera donc une inflation forte aux Etats-Unis comme prix à payer pour le soutien de la croissance, une croissance très faible dans la zone euro comme prix à payer pour la stabilité des prix.