

# Le système monétaire international

Eleni ILIOPULOS

Université de Paris Saclay, Evry

September 4, 2020

# Ce cours, objectifs :

- Objectifs internes, externes et politique économique.
- The impossible trinity (le trilemme).
- Histoire et structure du système monétaire international
- Effet des politiques économiques USA
- Taux de change flottants et coopération internationale.

- Il est atteint lorsque les facteurs de production sont pleinement employés ET que le niveau général des prix est stable.
- Suremploi et sous-emploi exercent des pressions sur les prix et salaires.
- Inflation et déflation préjudiciable : augmentation de l'incertitude (côût de la vie et salaires réels), incertitude sur la valeur des dettes.

- La mesure du solde du compte courant qui maximise les gains des échanges intertemporels est très (très) difficile à déterminer → les pays essaient de limiter les excédents/déficits.
- Un déficit n'est pas un problème si les fonds empruntés à l'étranger sont dirigés vers des investissements suffisamment productifs. Cependant il y existe une **contrainte budgétaire intertemporelle**.
- La limite peut être imposée par l'étranger lorsque un pays a des difficultés à rembourser leur dette extérieure → les étrangers sont réticents à accorder des nouveaux prêts ou exigent un remboursement anticipé → sudden stop.

# Exemple : pourquoi les surplus posent aussi des problèmes ?

- Un fort excédent peut refléter un faible niveau d'investissement intérieur.
- Le pays peut se retrouver dans l'incapacité de récupérer l'argent qui lui est dû.
- Il peut devenir la cible de mesures protectionnistes discriminatoires (voir US-Chine)
- Et l'Allemagne dans tout ça ?

# The impossible trinity (le triangle d'incompatibilités)

Le choix de son propre système monétaire pour un pays doit prendre en compte l'impossibilité pour un pays d'atteindre simultanément les trois objectifs suivants :

- 1 La stabilité du taux de change (changes fixes) ;
- 2 une politique monétaire indépendante ;
- 3 la liberté des mouvements de capitaux internationaux.

Seul deux objectifs peuvent être conciliés.

# Le triangle d'incopatibilités

- Un pays qui fixe son taux de change tout autorisant la libre circulation des capitaux doit renoncer à sa politique monétaire (cf. l'étalon d'or).
- Un pays avec taux de change fixe qui limite les flux financiers peut implémenter sa politique monétaire (cf Chine)
- Depuis la fin de Bretton Woods les pays industrialisés ont en général choisi une combinaison de politiques monétaires (+ ou -) indépendantes avec liberté de flux financiers.

# Gold standard entre 1870 et 1914

- Mis en place par la puissance économique mondiale de l'époque, UK , en 1819, et copié par les autres.
- Mécanisme de flux-prix-espèces (price-flow mechanism) : Si le solde courant excède le déficit du compte des capitaux et financier (hors réserves) il faut une entrée d'or → augmentation offre monnaie → appréciation réelle → ajustement de la balance commerciale.
- Les BC sont incitées aussi à vendre des actifs domestiques pour accélérer le processus ("règles du jeu"). Mais ces règles ont été souvent transgressées par les pays en surplus..qui souvent ont aussi stérilisé les flux d'or. Souvent, ingérences des Etats dans les exportations privées d'or puisque il était un bien rare.
- Equilibre externe : maintenir la parité officielle entre monnaie et or → balance des règlements officiels stable.
- Equilibre interne : le Gold standard ne contribue pas vraiment au maintien de la stabilité des prix ni au plein emploi puisque la politique économique est subordonnée aux objectifs externes.



# Entre deux guerres (1918-1939) : l'économie mondiale se désintègre

- Après la I GM, inflation galopante. Plusieurs pays tentent un retour au Gold standard.
- La France dévalue en 1928 le franc de 80%.
- UK Golden standard en 1925 avec parité de l'avant guerre et politique monétaire restrictive pour atteindre la parité → affaiblissement de UK et de la place financière de Londres. La grande dépression → fin fin du Gold standard en 1931.
- Gold standard comme facteur d'aggravation et contagion de la grande dépression. Fuite de capitaux généralisées, les taux d'intérêt augmentent → contraction monétaire mondiale.
- Krach boursier sans offre de liquidités à cause du Gold standard. USA l'abandonne entre 1933-34 et souffrent moins d'autres pays.
- Politiques protectionnistes + "beggar thy neighbour" → chute commerce internationale → pays exportateurs obligés à répudier leurs dettes.

# Le système de Bretton Woods

- 1944, 44 pays à Bretton Woods, New Hampshire.
- Objectif : création d'un système monétaire international dont les objectifs sont le plein emploi, la stabilité des prix et l'équilibre externe sans restreindre le commerce inter.
- Création d'un régime de change fixes : basé sur l'or, avec comme monnaie de réserve le dollar. Ce dernier est ancré à l'or. Prix de l'or à 35 dollars l'once.
- Création de l'IMF (FMI).

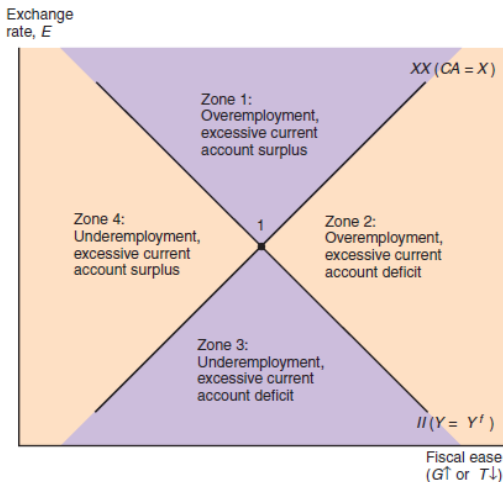
- Offrir aux pays une flexibilité suffisante pour atteindre l'équilibre externe sans sacrifier leurs objectifs internes dans un cadre de taux fixes.
- Les membres constituent un pool de ressources (leurs monnaie + or) afin de les prêter aux pays en ayant besoin.
- Les taux de change peuvent être ajustés avec l'accord de l'IMF si l'économie se trouve en déséquilibre fondamental.
- Il est possible de limiter les flux de capitaux → la politique monétaire a une certaine indépendance puisque les taux d'intérêt internationaux ne sont pas liés.

- Promue par l'IMF.
- Dollar canadien et US en 1945 ; monnaies européennes à partir de 1958 → le dollar devient la monnaie mondiale de référence, une monnaie internationale.
- La plus part de pays garde des restrictions financières→
- Les flux financiers "se masquent" : avances et retards de paiements (leads and lags).
- Avec l'augmentation des flux financiers privés, les déficits/surplus courants prennent de l'importance. Si la perte de réserves devient trop importante→dévaluaiton.
- Entre 1960-70 crises de la balance de paiements violentes et fréquentes →abandon du système des changes fixes.

**Figure 18-1**

**Internal Balance (II), External Balance (XX), and the "Four Zones of Economic Discomfort"**

The diagram shows what different levels of the exchange rate and fiscal ease imply for employment and the current account. Along *II*, output is at its full-employment level,  $Y^f$ . Along *XX*, the current account is at its target level,  $X$ .



$$Y^f = A + NX(EP^*/P, A)$$

$$A = C + I + G$$

- Il représente les combinaisons de E et A qui maintiennent le revenu  $= Y^f \rightarrow$  équilibre interne.
- A droite de II, A trop élevée  $\rightarrow$  suremplei. A gauche, sousemplei.

$$NX(EP^*/P, A) = X$$

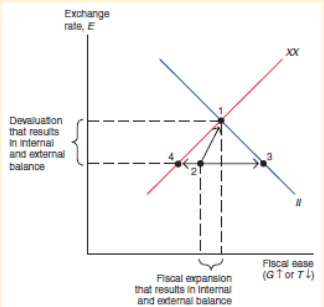
- La droite XX représente les combinaisons pour lesquelles  $NX=X$ .
- Afin de maintenir le compte courant au niveau X alors que E augmente les autorités doivent augmenter les dépenses intérieures.
- Politiques de changement des dépenses ( $\Delta A$ ) et de substitution des dépenses ( $\Delta E$ ). Sous BW, seul  $\Delta A$  est en principe autorisé  $\rightarrow$  déficits croniques.

# Politiques économiques et dilemme

Figure 18-2

## Policies to Bring About Internal and External Balance

Unless the currency is devalued and the degree of fiscal ease increased, internal and external balance (point 1) cannot be reached. Acting alone, fiscal policy can attain either internal balance (point 3) or external balance (point 4), but only at the cost of increasing the economy's distance from the goal that is sacrificed.



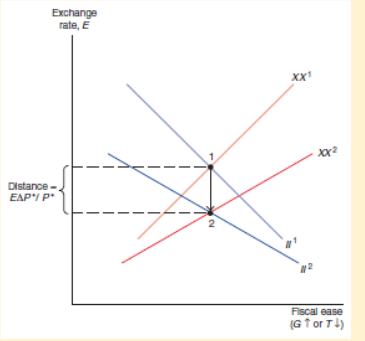
La seule alternative à  $(\Delta E)$  est une longue durée de chômage, qui permet d'augmenter le tdc réel par une diminution de  $P$ . Pas de contraintes de politique économique pour les USA tant que les BC accumulent des réserves en dollars. Mais dilemme de Triffin si toutes les BC souhaitent convertir leur \$ en or.

# Inflation importée sans réévaluation

**Figure 18-4**

**Effect on Internal and External Balance of a Rise in the Foreign Price Level,  $P^*$**

After  $P^*$  rises, point 1 is in zone 1 (overemployment and an excessive surplus). Revaluation (a fall in  $E$ ) restores balance immediately by moving the policy setting to point 2.



Soit  $P$  augmente, soit la monnaie s'apprécie. Suite à l'augmentation de  $P$  la BC doit aussi augmenter l'offre de monnaie → acheter de la monnaie étrangère. Il paraît que l'Europe a importé de l'inflation des US entre 1960-70s – politique fiscale US. Les US n'assurent plus la responsabilité de la situation internationale → Ceci a contribué à l'effondrement de BW.



- La politique monétaire peut retrouver son indépendance. Les pays ne sont plus obligés à importer l'inflation.
- Elimination des asymétries entre US et RdM de BW.
- Stabilisateurs "automatiques" : le produit intérieur diminue moins, le déficit commercial est réduit aussi.
- L'équilibre de la balance commerciale : pour financer trop de déficits, une baisse de R se rend nécessaire → dépréciation. "Spéculations stabilisatrices".

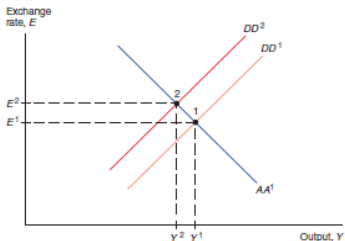
# Le taux de change comme stabilisateur automatique

Ici la chute de la demande est temporaire. Effets amplifiés si permanente ( $E^e$  modifié),  $E$  augmente plus.

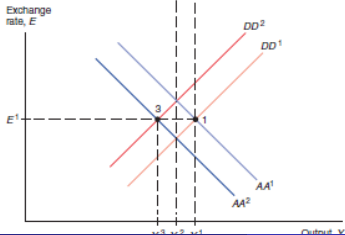
**Figure 19-1**

**Effects of a Fall in Export Demand**

The response to a fall in export demand (seen in the shift from  $DD^1$  to  $DD^2$ ) differs under floating and fixed exchange rates. (a) With a floating rate, output falls only to  $Y^2$  as the currency's depreciation (from  $E^1$  to  $E^2$ ) shifts demand back toward domestic goods. (b) With the exchange rate fixed at  $E^1$ , output falls all the way to  $Y^2$  as the central bank reduces the money supply (reflected in the shift from  $AA^1$  to  $AA^2$ ).



(a) Floating exchange rate



- jusqu'à ici on a supposé que les politiques macro n'avaient pas d'impact sur PIB, P et R étranger  $\leftrightarrow$  petite économie ouverte
- Supposons  $\exists$  grands pays, P fixe (court terme) et changement permanents de politiques

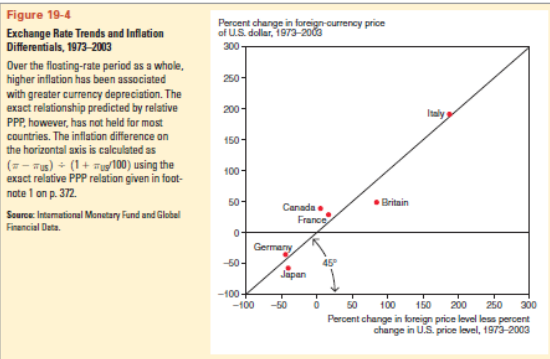
# Grand pays : expansion monétaire permanente

- monnaie domestique se déprécie,  $Y$  augmente MAIS le RDM est aussi affecté
- appréciation de la monnaie du RDM  $\rightarrow$  moins d'exportations  $\rightarrow$  effet négatif sur PIB
- Mais l'effet expansionniste de la politique pousse le pays domestique à consommer plus et à importer
- Deux effets opposés, résultat incertain

- appréciation domestique réelle de la monnaie et détérioration de la balance commerciale
- Le RDM pbénéficie de cette politique et exporte plus. Une partie de l'augmentation de  $Y$  stimule les exportations du RDM

# Changes flottants théorie et pratique

- Les variations du taux de change devraient compenser les différences internationales d'inflation et isoler les pays de l'inflation importée (voir aussi PPA relative). Ceci n'est pas tout à fait vraie.
- Les BC sont souvent intervenues sur le marché des changes ("flottement impur").



- Le dollar reste la composante principale des réserves officielles, le système n'est pas vraiment symétrique
- Les ajustements extérieurs ne sont pas portés par tous les pays – les pays en surplus n'ont pas d'incitations.