NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

7 octobre 2020 - 1127

Le Système Monétaire International a évolué, mais il reste toujours favorable aux Etats-Unis

Des années 1990 à 2012, le Système Monétaire International a été centré autour du financement du déficit extérieur des Etats-Unis par la Chine, mais aussi par le Japon et les pays exportateurs de pétrole.

Cette organisation (dite « Bretton-Woods 2 ») était favorable à tous : les Etats-Unis pouvaient financer leur consommation et leur investissement par la dette extérieure à des taux d'intérêt bas ; les autres pays en particulier la Chine, avaient accès à un actif sans risque (la dette publique des Etats-Unis) et stimulaient leur production en vendant des biens aux Etats-Unis.

Cette organisation disparaît en 2013, mais est remplacée par une autre où les Etats-Unis continuent à être financés, plus par les mêmes pays, mais par l'Europe et les pays émergents autres que la Chine et les exportateurs de pétrole. Il n'y a plus de situation mutuellement avantageuse entre les Etats-Unis et la Chine, mais les Etats-Unis ont conservé leur capacité à accumuler une forte dette extérieure à un coût très faible.

La vraie rupture dans le Système Monétaire International serait qu'il ne soit plus favorable aux Etats-Unis, qu'il n'y ait plus aucun pays acheteur de dette publique des Etats-Unis. Cela nécessiterait que la zone euro utilise son excédent d'épargne pour investir dans la zone euro, plus pour le prêter au Reste du Monde ; on sait qu'un premier pas dans cette direction résultera du financement du plan de relance européen de 750 milliards d'euros. La crise serait profonde aux Etats-Unis si le Système Monétaire International cessait d'aboutir à des achats structurels de dette des Etats-Unis.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
@PatrickArtus

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

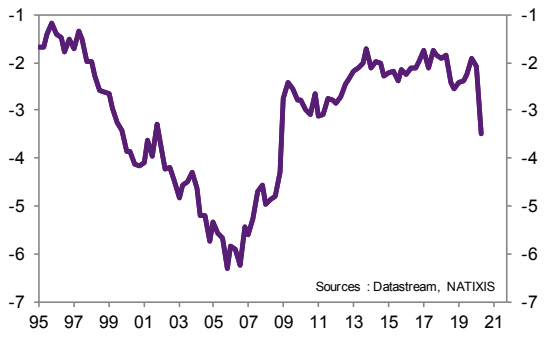
ECONOMIC RESEARCH

Le Système Monétaire International des années 1990 à 2012 : Bretton-Woods 2

On a appelé **« Bretton-Woods 2 »** l'organisation du Système Monétaire International des années 1990 à 2012. Cette organisation était caractérisée :

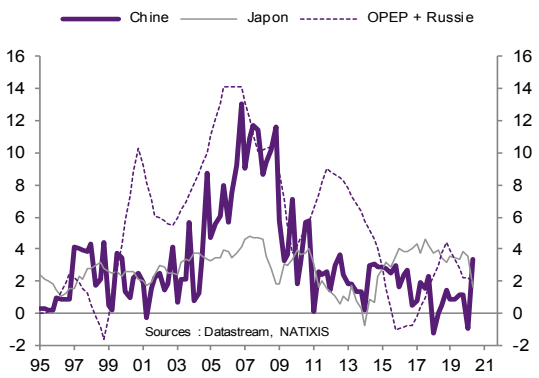
- **par un déficit extérieur structurel des Etats-Unis (graphique 1) ;**

Graphique 1
Etats-Unis : balance courante (en % du PIB valeur)

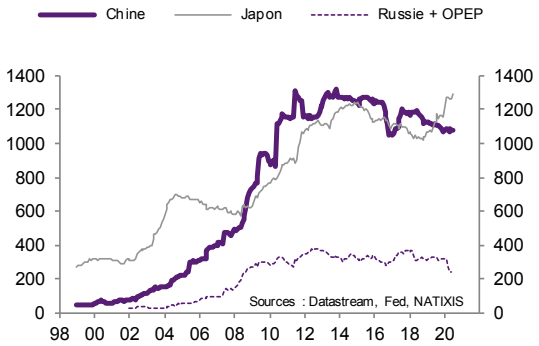


- **par un excédent extérieur structurel, de la Chine, du Japon et des pays exportateurs de pétrole (graphique 2a), ces trois pays utilisant leurs excédents pour financer les Etats-Unis,** essentiellement en achetant de la dette du Trésor des Etats-Unis **(graphique 2b).**

Graphique 2a
Balance courante (en % du PIB valeur)



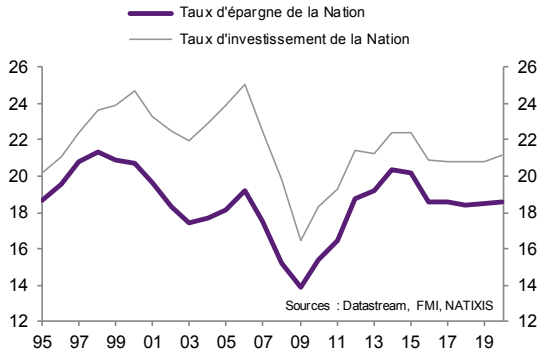
Graphique 2b
Etats-Unis : encours de Treasuries détenu par… (Md $)



Cette organisation était favorable à tous :

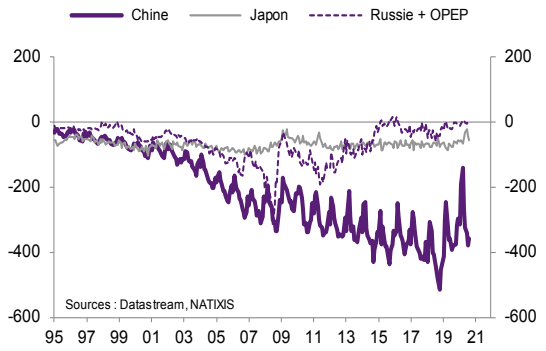
- les Etats-Unis pouvaient consommer (avoir un taux d'épargne bas) et investir **(graphique 3)** en s'endettant auprès du Reste du Monde à un taux d'intérêt bas ;

Graphique 3
Etats-Unis : taux d'épargne et d'investissement de la Nation (en % du PIB valeur)



- les autres pays, en particulier la Chine, d'une part pouvaient **investir leur épargne dans une dette sans risque** (la dette du Trésor des Etats-Unis, graphique 2b plus haut), d'autre part **stimulaient leur production en vendant davantage de biens aux Etats-Unis,** d'où le déficit extérieur des Etats-Unis vis-à-vis de ces pays **(graphique 4).**

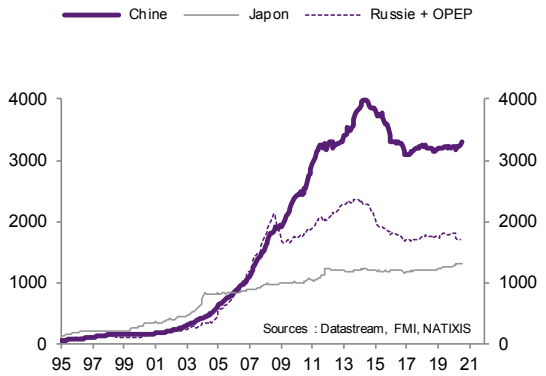
Graphique 4
Etats-Unis : balance commerciale avec...
(Md$, annualisée)



La nouvelle organisation du Système Monétaire International : 2013-2020

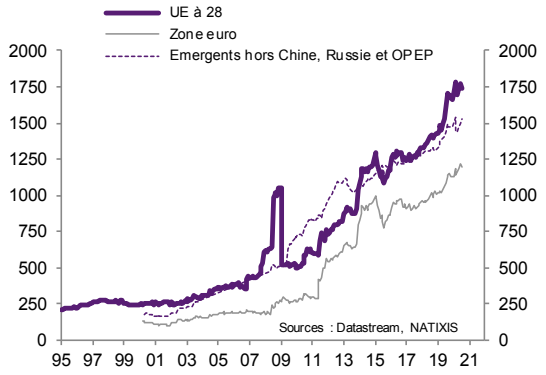
Cette organisation de Bretton-Woods 2 disparaît en 2013 : on voit (graphique 2b plus haut) que **la Chine, le Japon, les exportateurs de pétrole arrêtent d'acheter de la dette des Etats-Unis,** ce qui vient de ce que leurs excédents extérieurs se réduisent (graphique 2a plus haut), dans le cas de la Chine de la perte de réserves de change **(graphique 5)** avec les sorties de capitaux.

Graphique 5
Réserves de change (Md$)



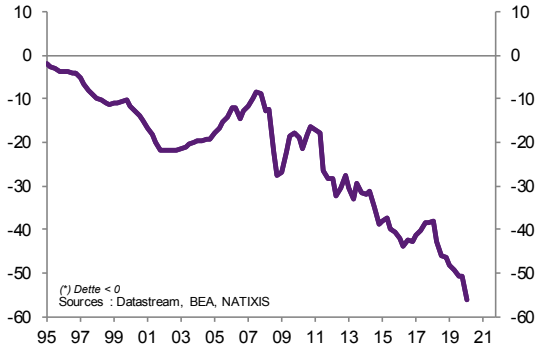
On voit alors disparaître l'organisation mutuellement avantageuse entre les Etats-Unis et les autres pays, **mais on voit apparaître un financement des Etats-Unis par l'Europe et par les pays émergents autres que la Chine et les exportateurs de pétrole (graphique 6).**

Graphique 6
Encours de Treasuries détenu par… (Md$)

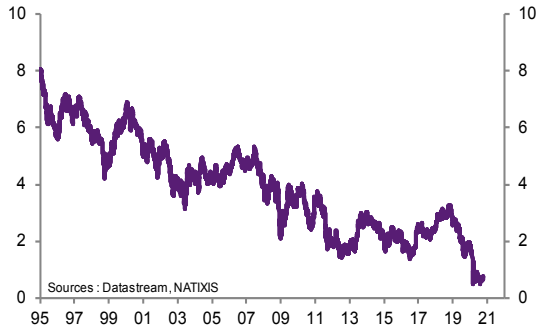


On ne se situe plus dans le régime de Bretton-Woods 2, mais on est toujours dans un régime où **les Etats-Unis peuvent continuer à accumuler une forte dette extérieure (graphique 7) à un taux d'intérêt très faible (graphique 8), essentiellement en empruntant l'excès d'épargne de la zone euro (graphique 9).**

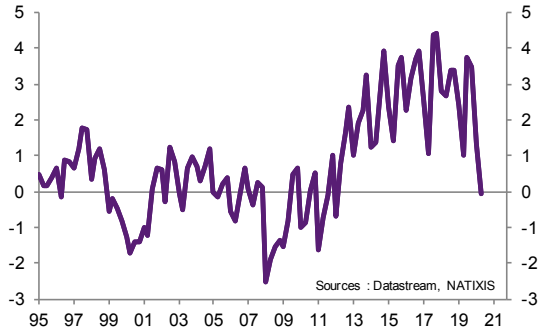
Graphique 7
Etats-Unis : dette extérieure nette*
(en % du PIB valeur)



Graphique 8
Etats-Unis : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 9
Zone euro : balance courante (en % du PIB valeur)



Synthèse : La vraie rupture serait un Système Monétaire International qui ne soit plus favorable aux Etats-Unis

Le Système Monétaire International cesserait d'être favorable aux Etats-Unis **s'il n'y avait plus aucun acheteur étranger de la dette des Etats-Unis.** On vient de voir que ceci **nécessiterait que la zone euro arrête d'avoir un excédent d'épargne** (graphique 9 plus haut) **prêté aux Etats-Unis** (graphique 6 plus haut), un premier pas dans cette direction va apparaître en 2021 avec la mise en place du **Plan de Relance Européen** de 750 milliards d'euros financé par des émissions de dette de l'Union Européenne et qui captera une partie de l'excès d'épargne de la zone euro.

Si, après avoir perdu la Chine, le Japon et les pays exportateurs de pétrole comme prêteurs, les Etats-Unis perdaient aussi l'Europe, **le choc serait très important pour les Etats-Unis :** impossibilité de financer le déficit extérieur (graphique 1 plus haut), donc nécessité de contracter la demande intérieure pour rééquilibrer l'épargne et l'investissement (graphique 3 plus haut), dépréciation du dollar.