

# INTRODUCTION

## LA FINANCE MONDIALE FACE AUX DÉFIS DES RISQUES GLOBAUX

MATTHIEU BUSSIÈRE\*  
ANDRÉ CARTAPANIS\*\*

L'objet de ce numéro de la *Revue d'économie financière* est de dresser un panorama du Système monétaire et financier international, à l'aune des incertitudes et des menaces qui pèsent aujourd'hui sur l'économie mondiale.

En conjuguant le jeu des marchés, l'action des institutions internationales et les politiques des États (politiques monétaires, budgétaires, prudentielles et de change), la fonction de la finance globale est multiple. Elle permet de faciliter les paiements internationaux, d'allouer l'épargne et le crédit à l'échelle globale, de répondre aux incertitudes de l'avenir en assurant un lissage de la consommation et de l'investissement, et d'offrir des instruments d'évaluation et de redistribution des risques face aux chocs potentiels. S'y ajoutent les contours des régimes de change, dans leur grande diversité, et la régulation de la liquidité internationale, très largement dominée par le dollar, même si l'on peut douter que les États-Unis puissent rester durablement l'unique fournisseur d'actifs sans risque.

Depuis une vingtaine d'années, ledit système a subi de profondes transformations. Cela s'est fait, d'abord, au gré d'impulsions propres à la finance : innovations de produits, applications des nouvelles technologies (Fintech, crypto-actifs), déréglementation puis re-réglementation prudentielle, intégration internationale des marchés du crédit ou des

---

\* Directeur, Direction des Études monétaires et financières, Banque de France.  
Contact : Matthieu.BUSSIÈRE@banque-france.fr.

\*\* Professeur, Sciences Po Aix. Contact : andre.cartapanis@sciencespo-aix.fr.

émissions obligataires, rôle moteur des banques globales dans l'allocation du crédit. Mais ces évolutions sont aussi venues en réponse aux chocs issus de la reconfiguration de l'économie mondiale : la montée en puissance de la Chine et des pays émergents dans les flux internationaux de capitaux, la polarisation des déséquilibres globaux de balances des paiements, la crise systémique de 2008-2009 et la crise de la zone euro, les effets des politiques monétaires non conventionnelles, l'explosion de la liquidité globale, Bâle III et les nouvelles réglementations macroprudentielles, le constat d'un cycle financier mondial impulsé par la politique monétaire américaine et le cycle du dollar. À une phase active de globalisation financière dans les années 1990 s'est substituée, dans le sillage de la crise financière de 2008-2009 et sur fond de tensions protectionnistes croissantes, une phase durant laquelle le système financier international semble évoluer de façon plus incertaine. La montée des tensions entre la Chine et les États-Unis, le Brexit, la crise de la dette souveraine en zone euro au milieu des années 2010, et plus récemment la pandémie de Covid et la guerre en Ukraine sont de nature à altérer le fonctionnement du système financier international. Le consensus sur la libéralisation financière a ainsi beaucoup évolué. Le changement de paradigme du Fonds monétaire international (FMI) sur l'ouverture du compte de capital est à ce titre un bouleversement majeur.

10

En effet, la finance globale peut elle-même alimenter, de façon endogène, l'instabilité des dynamiques macroéconomiques (procyclicité du crédit international, *sudden stop* des mouvements de capitaux, effets des divers trilemmes ou des dilemmes en réponse à la libéralisation financière). Dans un contexte d'asymétrie d'information et de myopie des horizons décisionnels, les réponses rationnelles des agents sur les marchés d'actifs, mais aussi les stratégies des intermédiaires financiers à l'échelle internationale, répondent le plus souvent à des déséquilibres macroéconomiques. Mais elles reflètent également des modifications endogènes des anticipations et des sauts dans l'insécurité perçue. Ces épisodes sont de nature à perturber la détermination des prix d'actifs et l'allocation de l'épargne à l'échelle internationale, débouchant sur des crises systémiques, sources de coûts sociaux considérables.

En 2022, dans le contexte macroéconomique et géopolitique du moment, l'ordre du jour n'est pas à la conception d'un nouveau régime monétaire et financier international, s'appuyant sur des règles présentant un caractère impératif que des institutions internationales seraient chargées de faire respecter. L'architecture monétaire et financière internationale continuera de combiner le jeu des marchés et celui des politiques menées par les États dans un cadre institutionnel hybride et fragmenté, s'agissant du rôle des organisations internationales (FMI,

Banque des règlements internationaux – BRI –, divers Comités de Bâle, Banque mondiale), des régimes de change, des règles plus ou moins bien coordonnées de politique monétaire ou prudentielle, ou des réponses discrétionnaires apportées face à tel ou tel contexte de crise. D'où l'objet des contributions réunies dans ce numéro de la *Revue d'économie financière* : dans quelle mesure le Système monétaire et financier international est-il à même de répondre aux risques globaux actuellement prévisibles et aux chocs que connaîtra inévitablement l'économie mondiale, à court terme et à moyen-long terme ?

*UN ABÎME D'INCERTITUDES  
POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE*

Depuis les années 1970, l'économie mondiale ne cesse d'être touchée par des crises et les choses s'aggravent en ce début du XXI<sup>e</sup> siècle. La crise financière de 2008-2009, la récession mondiale issue de la pandémie de Covid en 2020-2021 et la crise de l'énergie et des matières premières après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022 en témoignent aisément et elles présentent des similarités. À chacune de ces occasions, un choc local (chute des prix de l'immobilier et défauts sur un segment étroit de la finance américaine, les *subprimes* ; apparition du virus à Wuhan en Chine ; conflit militaire en Ukraine) s'est diffusé à l'échelle mondiale, provoquant, dans les deux premiers cas, les plus graves récessions que l'économie mondiale ait connues depuis les années 1930, et laissant craindre aujourd'hui une stagflation généralisée. Ces chocs ont dévoilé des risques globaux jusqu'alors latents. Ils les ont propagés en les amplifiant à cause de l'intensité des mobilités et des interdépendances internationales sous des formes diverses : imbrication des systèmes financiers, migrations incessantes des hommes et des femmes, diffusion instantanée des flux d'informations, intégration des chaînes de production à l'échelle internationale, dépendance vis-à-vis du commerce international et ruptures d'approvisionnements, non substituabilité des importations d'énergie ou de produits alimentaires.

Les crises combinent toujours deux ordres de facteurs. D'abord, des fragilités ou des risques latents qui hypothèquent la pérennité ou la soutenabilité des équilibres de marchés ou des situations macroéconomiques, et qui suscitent des tensions, un temps maîtrisées, mais sujettes à l'épuisement des capacités de résilience et aux imperfections de l'autorégulation des marchés. Ensuite, l'apparition de chocs, c'est-à-dire d'événements ou de phénomènes qui rendent subitement insoutenables les situations préalables (sur le marché des changes, au sein du système bancaire, dans l'équilibre entre offre et demande globales au plan macroéconomique, sur les marchés de capitaux et de matières premières, etc.) ou qui modifient brutalement les perceptions de l'ave-

nir et les anticipations des agents économiques, provoquant des revirements dans les niveaux de consommation ou d'investissement, suscitant des ajustements dans les portefeuilles d'actifs financiers ou une inversion des mouvements internationaux de capitaux. D'où l'analyse des crises en termes de chocs : chocs d'offre, chocs de demande, chocs financiers, chocs géopolitiques, etc. Les chocs sont endogènes lorsqu'ils résultent de la procyclicité du crédit, du surendettement progressif des ménages ou des États, de la succession de phases de *boom* et de *burst* dans l'activité réelle ou sur les marchés d'actifs. Les chocs exogènes sont souvent des chocs locaux, de caractère économique ou politique, ou liés à des phénomènes naturels, à des accidents climatiques ou à des pandémies, à des tensions géopolitiques, voire en présence de basculements irraisonnés du climat des affaires et du niveau de confiance. Autant de facteurs qui contaminent subitement les marchés. La globalisation diversifie l'origine et amplifie l'effet de ces chocs, et les crises se transforment en crises systémiques.

D'où l'antienne, aujourd'hui, des risques globaux, c'est-à-dire des événements extrêmes (accidents climatiques, pandémies, cybercriminalité, défauts souverains, faillites bancaires, *krachs* boursiers ou obligataires) susceptibles de contaminer les marchés de capitaux, les échanges commerciaux et les équilibres macroéconomiques prévalant jusqu'alors. Mais les risques globaux répondent également à des tendances socioéconomiques lourdes, de portée plus lente mais aussi plus durable, susceptibles d'exercer des effets dépressifs de vaste ampleur sur l'activité économique et de créer des tensions sur les marchés internationaux.

Ces risques globaux recouvrent évidemment les divers types de déséquilibres macroéconomiques qui prennent la forme, selon les cas, de tensions inflationnistes, d'une monnaie surévaluée, de déficits budgétaires ou de balances des paiements difficilement soutenables, d'un surendettement des ménages, des entreprises ou des États, ou d'un chômage de masse provoquant des tensions sociales ou l'émergence de politiques populistes. Ces risques macroéconomiques ont été accentués par l'approfondissement de la globalisation. Mais les risques globaux recouvrent d'autres types de menaces. La chute des gains de productivité et le vieillissement des populations pèsent sur l'équilibre épargne-investissement et la croissance potentielle de chaque économie. Si la baisse de la rentabilité physique du capital ne s'est pas traduite par une baisse des taux de profit, c'est parce que dans le même temps intervenaient une compression des salaires, une déformation du partage de la valeur ajoutée au détriment des salariés (moins en France qu'ailleurs) et parce que, pour les grandes firmes internationalisées, étaient apparues des sources additionnelles de captation de rentes, sur les marchés

financiers ou grâce à l'internationalisation des chaînes de production, intégrant les pays émergents. Par ailleurs, les inégalités de revenus et de patrimoines ankyloisent la demande globale et expliquent la forte montée des taux d'épargne pour les uns, la fuite en avant dans le surendettement pour les autres, à l'échelle de chaque économie nationale mais aussi entre celles-ci, dont témoignent les déséquilibres globaux de balances des paiements. L'hypothèse d'une future « stagnation séculaire », avancée par Lawrence Summers et Robert Gordon, regroupe ces divers phénomènes. S'y ajoutent le coût macroéconomique élevé des transitions énergétiques, désormais perçues comme un impératif face au réchauffement climatique, les coûts d'adaptation à la révolution digitale en termes de formation et d'investissements colossaux, publics et privés. On ne doit pas, non plus, négliger les risques politiques et sociaux face à la montée des inégalités et au sentiment de déclassement, surtout chez les jeunes. Sur le plan international, l'ampleur des stocks d'actifs et les disparités macroéconomiques, qui se traduisent par des déséquilibres commerciaux ou de balances des paiements, induisent de gigantesques transferts de capitaux qui incitent à la vigilance.

Ainsi, la surveillance macroéconomique s'étend désormais aux risques globaux et telle est l'ambition de la révision opérée par le FMI dans la fonction de « surveillance macroéconomique et financière » qui lui est dévolue, soit à l'échelle de chaque pays membre, soit à l'échelle globale. Dans une série de rapports, publiés en 2021 et approuvés par le *Board* du FMI, l'institution de Washington tire les enseignements du passé récent et justifie une surveillance profondément renouvelée de l'économie mondiale et des pays membres en fonction des risques et des profondes incertitudes pesant sur la soutenabilité des situations macroéconomiques et financières face au nouveau paysage de l'économie mondiale. Sans négliger l'importance des déséquilibres macroéconomiques ou financiers, il s'agit d'intégrer les risques globaux et les profondes incertitudes qui hypothèquent une croissance économique tout à la fois élevée, soutenable et inclusive. Pour le FMI, cela recouvre ainsi les menaces suscitées par les technologies digitales sur l'emploi, les impératifs du changement climatique, les effets du ralentissement des gains de productivité, les conséquences de la montée des inégalités de revenus et de patrimoines sur la dynamique et la composition de la demande globale, le poids du vieillissement des populations sur les budgets publics ou les comptes sociaux. Sans oublier les défis de la recomposition des pouvoirs entre les *big players* de la scène mondiale, sur le plan géopolitique avec l'affrontement entre les États-Unis et la Chine sous les regards de l'Union européenne, et sous l'angle du contrôle de la révolution digitale et des applications de l'intelligence artificielle sous l'égide des oligopoles technologiques mondiaux. Tous

ces phénomènes sous-tendent et expliquent une large part des déséquilibres macroéconomiques et des tensions s'exprimant sur les marchés ou se traduisant par des guerres monétaires ou commerciales. Et qui débouchent, en présence de tel ou tel choc, sur des crises. Si les déséquilibres monétaires et financiers, les tensions macroéconomiques, les situations de surendettement et les surréactions sur les marchés d'actifs sont à la source immédiate des crises en présence de chocs, elles apparaissent comme des sous-produits de ces risques globaux. D'où les efforts actuels de reformulation des principes devant guider les politiques économiques en économie ouverte avec le *Macro-Financial Stability Framework* de la BRI ou l'*Integrated Policy Framework* du FMI, visant dans les deux cas une intégration accrue des politiques monétaires, budgétaires, macroprudentielles et de change en traitant à parts égales les conditions de stabilité macroéconomique et les exigences de stabilité financière.

Aujourd'hui, face au choc sur les prix de l'énergie et face aux pénuries alimentaires provoquées par la guerre en Ukraine, on craint l'émergence d'un nouveau régime de forte inflation, rendant inévitable la normalisation des politiques budgétaires et monétaires, se traduisant par une remontée significative des taux d'intérêt. Surtout en présence d'une explosion de l'endettement, tant parmi les pays industriels que parmi les pays émergents, source de vulnérabilités financières qui ne manquent pas d'inquiéter : la dette privée et publique est passée de 200 % du PIB mondial en 1999 à près de 350 % en 2022 ! S'y ajoutent tous les mécanismes de contagion (*spillovers*) adossés à l'intégration internationale, tant à l'échelle des chaînes de production et du commerce international qu'à celle de la finance globale. Face à la multiplication des chocs, le risque s'accroît d'une généralisation des réponses nationales à courte vue, empreintes de nationalisme sur le plan commercial, monétaire ou financier. En résumé, le vaste réseau constitué de connexions critiques qu'est devenue l'économie mondiale se heurte aujourd'hui à un abîme d'incertitudes et à la menace d'une profonde fragmentation.

#### UN SYSTÈME MONÉTAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL AUX PRISES AVEC DE NOUVEAUX CHOCS

Coordonné par *Matthieu Bussière et André Cartapanis*, ce numéro de la *Revue d'économie financière* vise donc à examiner les contours d'un système monétaire et financier international aux prises avec de nombreux chocs, et à clarifier les défis ou les évolutions qu'ils suscitent. Sans nullement prétendre à l'exhaustivité, deux types de questions ont été privilégiées : quels sont les nouveaux défis auxquels sera confrontée l'architecture financière internationale ? et quelles sont les nouvelles

réponses (dispositifs institutionnels, politiques discrétionnaires, etc.) qui se dessinent ou que l'on devra apporter face à l'ampleur des risques globaux si l'on souhaite améliorer la résilience de l'économie mondiale ?

Dans une première partie, on s'intéresse aux nouveaux défis auxquels l'architecture financière et monétaire internationale est d'ores et déjà confrontée : les effets des Fintechs et des monnaies numériques chez *Denis Beau* ; les nouveaux risques de crises financières internationales issus de la part croissante des actions dans les mouvements internationaux de capitaux pour *Patrick Artus* et *Isabelle Gravet* ; les interconnexions entre le prix du pétrole et la stabilité financière en période de transition énergétique dans la contribution de *Virginie Coudert*, *Cécile Couharde*, *Carl Grekou* et *Valérie Mignon* ; et, enfin, les conséquences du risque de stagnation séculaire sur les niveaux des taux d'intérêt réels chez *Gilles Dufrénot*.

Dans la seconde partie, il s'agit d'examiner les nouvelles réponses qu'appellent de tels défis, dans divers domaines : l'adoption d'un nouvel accord multilatéral pour encadrer les cycles du dollar, chez *Christian Bordes* ; le choix de nouveaux critères pour optimiser la structure et le niveau des réserves de change dans l'article de *Camille Macaire*, *Alain Naef* et *Pierre-François Weber* ; l'évaluation du filet de sécurité international face aux risques de nouvelles crises de balances des paiements, pour *Matthieu Bussière*, *Bruno Cabrillac* et *Alain Naef* ; la mise en œuvre de nouvelles politiques monétaires « vertes » par les banques centrales, chez *Ivan Odonnat* ; les enjeux en termes de coopération internationale de certaines propositions de démocratisation des banques centrales, pour *Eric Monnet* ; et, en dernier lieu, la reconsidération des politiques de gestion des mouvements de capitaux face aux externalités qu'ils sont susceptibles d'induire, chez *André Cartapanis*.

Enfin, en épilogue, et afin d'offrir un tableau « décentré » et plus géopolitique sur la perception des défis et des menaces pesant sur la finance globale, vu de Londres, de Pékin et de Washington, figure le verbatim d'une série d'entretiens réalisés par la rédaction de la *Revue d'économie financière* avec plusieurs responsables des missions économiques auprès des ambassades de France au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Chine.

