

**LES DESEQUILIBRES FINANCIERS DES ETATS UNIS ET
La TRANSFORMATION DU SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL**

Michel Aglietta

Université de Paris X-FORUM et CEPII

Pour la conférence internationale d'économie monétaire et financière

Strasbourg, 16-17 juin 2005

Résumé

L'économie mondiale a retrouvé un dynamisme au prix de conditions monétaires insolites : une liquidité très abondante alimentée par la politique monétaire américaine qui se diffuse dans le reste du monde via des régimes de change fixes. La configuration actuelle n'est pas sans rappeler la phase finale de la destruction du système de Bretton Woods. La Chine joue le rôle de l'Allemagne à l'époque, celui de l'absorbeur forcé de dollars sans pouvoir exercer d'influence stabilisatrice. La globalisation financière offre aux Etats Unis des possibilités d'endettement bien plus élevées. Mais le système monétaire international est tout aussi incapable d'exercer une régulation globale sur les politiques économiques discordantes qu'il l'était à l'époque. C'est pourquoi les déséquilibres financiers américains posent la question de la transformation du système monétaire international.

L'issue en 1971-73 est venu d'un coup de force américain libérant la prépondérance du dollar de toute contrainte de convertibilité. Elle est de nos jours dans la formation de pôles monétaires autonomes par rapport au dollar dans le sillage du basculement des sources de la croissance mondiale vers l'Asie et de l'intégration économique régionale.

En sapant l'autorité du FMI et en perpétuant un G7 sans légitimité, les dirigeants américains soumettent les rapports de change à une confrontation directe d'intérêts nationaux sans médiation internationale. Le texte étudie les raisons qui mènent la Chine et les Etats Unis vers un conflit monétaire. Il analyse les contextes dans lesquels ce conflit pourrait se manifester. Il examine le rôle possible de l'Europe et du Japon dans la résolution de ce conflit par la stabilisation de leur taux de change, politique conduisant vers un polycentrisme monétaire.

Abstract

The world economy is in motion again due to extraordinary monetary conditions. It is flooded with liquidity supplied by US monetary policy and spread world-wide via dollar pegs. The present setting is not without remembering the agony of Bretton Woods. China plays the part Germany did at the time, that of the forced dollar absorber without any capacity to backfire. Nowadays with financial globalisation the US have much more leeway to indulge in foreign indebtedness. But the international monetary system is as much unable to discipline dissonant economic policies as it was in the early Seventies. It is why US financial disequilibria raise the question of the change in the IMS.

At the time Nixon's unilateral decision to rebuke convertibility released the primacy of the dollar from any international restraint. Nowadays the outcome is likely to be the decoupling of currencies strengthened by the growth of major Asian powers and by their regional integration.

In undermining IMF authority and expressing their will via a non-legitimate G7, US officials make exchange rates the hostages of conflicting national interests deprived of an adequate international mediation. The paper studies the reasons why China and the US are leading to future dissents about each other's currency. It investigates the financial environment ready to entail such a rivalry. It underlines the possible role of Europe and Japan in resolving such a conflict. In revealing their common interest to protect their exchange rate from a currency turmoil, they might foster the advent of a polycentric monetary system.

Le dollar est revenu sur le devant de la scène. Sa faiblesse inquiète. Car les forces qui le déprécient ne sont ni fortuites, ni temporaires. Elles se manifestent dans le déséquilibre béant de la balance des paiements. Mais elles ont des racines internes dans les comportements privés et dans les choix publics. Les Etats Unis font la course économique sans se préoccuper des interdépendances internationales. Mais les contraintes de la globalisation, après les avoir longtemps servis, pourraient bien les rattraper et les sommer de recourir à un ajustement douloureux. Le reste du monde en souffrirait peut-être plus.

Le pire scénario de crise du dollar n'est toutefois pas inéluctable. Mais les issues les plus satisfaisantes supposent une compatibilité des politiques économiques qui ne se produira pas spontanément si les gouvernements continuent à se rejeter réciproquement la responsabilité des déséquilibres de l'économie mondiale. C'est le lancinant problème du système monétaire international, ce bien commun si mal reconnu, qui resurgit derrière le mûrissement de la crise du dollar.

1. Le déséquilibre extérieur des Etats Unis a des causes internes persistantes

Le déséquilibre financier est dû à une insuffisance de l'épargne nationale. La plus grande part de cette insuffisance vient des ménages dont le taux d'épargne a décliné tendanciellement depuis vingt ans (de 8 à 2% du PIB). A partir de 2000 l'activité a fortement ralenti jusqu'à 2003. Pourtant le taux d'épargne a continué à se dégrader au lieu de se redresser comme il le faisait dans les ralentissements conjoncturels passés. Cette évolution atypique résulte entièrement de la politique économique. Pour venir au secours des entreprises dont les bilans avaient été fortement détériorés par le retournement boursier, la politique monétaire très expansive a encouragé l'endettement des ménages en guidant les taux d'intérêt jusqu'à des niveaux très bas. Parallèlement le gouvernement fédéral s'est engagé dans des allègements fiscaux en 2001 et en 2003. Indiquant que ces réductions pourraient être irréversibles, le gouvernement a laissé les ménages interpréter l'amélioration de leurs revenus comme un gain permanent. Pensant que le déficit budgétaire d'aujourd'hui n'entraînerait pas d'alourdissement de la fiscalité future, les ménages n'ont pas relevé leur taux d'épargne.

C'est pourquoi la détérioration du budget fédéral s'est ajoutée à la baisse de l'épargne des ménages pour creuser le déficit extérieur des Etats Unis. Cette dégradation a été la plus ample et la plus rapide depuis la deuxième guerre mondiale. D'un excédent de 2.5% du PIB en 2000, le budget a atteint un déficit de 4.5% en 2004. Cette augmentation du besoin de financement public, équivalente à 7% du PIB américain, est un prélèvement de 6% sur l'épargne brute mondiale. Seule la politique extraordinairement expansive de la Fed, relayée par celle des pays qui cherchent à contrôler leurs taux de change vis-à-vis du dollar, a évité que se manifeste une tension majeure sur l'équilibre épargne investissement mondial, au prix d'une explosion des liquidités. La limite de telles politiques nous conduit à regarder de plus près le financement du déficit extérieur des Etats Unis.

2. Le financement du déficit extérieur des Etats Unis est de plus en plus risqué.

Déjà à 4% du PIB au quatrième trimestre 2000, le déficit de la balance courante américaine n'a pas cessé d'augmenter pour atteindre 5.4% quatre ans plus tard. Mais cette mesure sous-estime le besoin de financement externe des Etats Unis sous la forme d'un endettement rapidement croissant. Car, contrairement aux dernières années du XX^e siècle où l'économie américaine attirait des capitaux permanents sous les formes de l'investissement direct et de l'acquisition d'actions par des non résidents, ces deux composantes sont de plus en plus négatives (tableau 1). Il s'ensuit que le besoin de financement couvert par dettes a augmenté de plus en plus vite pour atteindre 7% du PIB sur un an à mi-2004. Cela représentait 700 milliards d'endettement net nouveau annuel en 2003 et 800 milliards environ en 2004, montant qui s'accroît à grande vitesse.

Tableau 1 : Financement du déficit courant américain
(En milliards de US dollars et pourcentage)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004Q 1
Balance courante américaine (en % du PIB)	-296.8 (3.2)	-413.4 (4.2)	-385.7 (3.8)	-473.9 (4.5)	-530.7 (4.8)	-144.9 (5.1)
Compte des opérations financières	227.8	477.4	421	537.9	544.2	157.75
♦ Solde des investissements directs (en % du déficit de la balance courante)	64.5 (21.7)	162.1 (39.2)	24.7 (6.4)	-62.4 (-13.2)	-133.9 (-25.2)	-39.2 (-27.1)
♦ Solde des investissements de portefeuille (en % du déficit de la balance courante)	170.6 (57.5)	303.7 (73.5)	349.5 (90.6)	490.8 (103.6)	486.6 (91.7)	226.6 (156.4)
♦ Autres investissements (en % du déficit de la balance courante)	-7.3 (-2.4)	11.6 (2.8)	46.8 (12.1)	145.5 (30.7)	191.5 (36.1)	-29.65 (-20.5)
Dont variation des actifs détenus par les autorités publiques étrangères* (en % du déficit de la balance courante)	43.5 (15)	37.7 (9.2)	5.1 (1.3)	114 (24.1)	248.6 (46.8)	125.2 (86.4)

* : Actifs détenus en investissement de portefeuille et autres investissements.

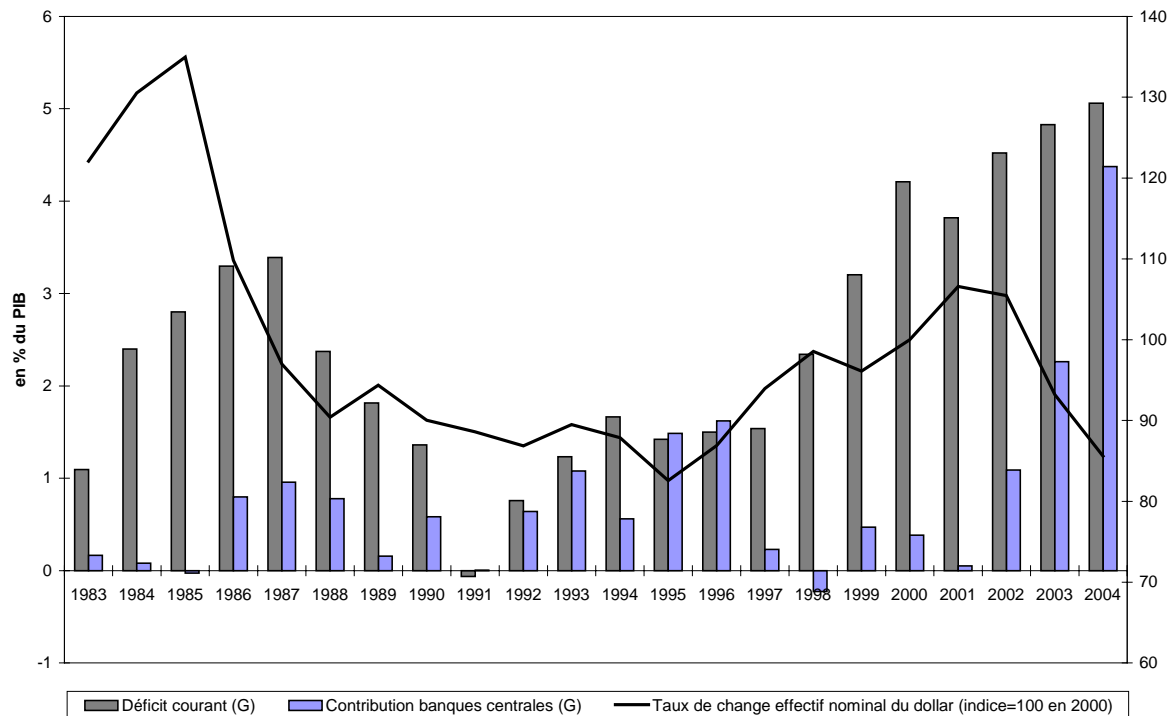
Source : Bureau of Economic Analysis, chiffres révisés le 18 juin 2004 pour 2002 et 2003.

Sur les 700 milliards financés par les non résidents en 2003, 46.8% l'ont été par les banques centrales étrangères, le reste par les agents privés. La plus grande part des placements privés s'est faite sous la forme d'achats d'obligations. Ainsi la moitié des émissions nouvelles d'obligations des sociétés privées est-elle souscrite par des non résidents. Ceux-ci sont particulièrement friands des tranches senior des produits de titrisation dont la qualité est meilleure.

La contribution des banques centrales a fortement progressé en 2004, atteignant 86.4% au premier trimestre (tableau 1). Ces chiffres peuvent apparaître élevés ; mais à de

nombreuses reprises, la contribution des banques centrales a atteint des niveaux plus élevés, notamment lorsque le dollar atteignait des cours planchers historiques (**graphique 1**). Cette proportion a ainsi dépassé les 100% en 1995 et 1996, reflétant notamment les interventions concertées et de grande ampleur des banques centrales pour enrayer la baisse du dollar après la crise mexicaine.

Graphique 1 : Financement du déficit courant américain par les banques centrales



Source : Bureau of Economic Analysis et IFS

En réalité la contribution des banques centrales étrangères au financement du déficit extérieur américain a été plus élevée que ne l'indiquent les statistiques de la balance des paiements des Etats Unis fournies par le BEA. Une estimation alternative provient des statistiques de réserves de change fournies par le FMI. En effet, les réserves mondiales en 2003 ont augmenté de 661,5 milliards de dollar et de 288,9 milliards au cours des trois premiers mois de 2004. Sous l'hypothèse que la part du dollar dans les réserves mondiales est restée celle qui fut estimée par le FMI à la fin 2002 (64,5%¹), les réserves accumulées en dollar auraient financé 80,4% du déficit de la balance courante américaine en 2003 et 128,5% sur le premier trimestre 2004. La différence entre les données du FMI et celles du BEA s'explique par le fait qu'une proportion croissante des réserves en dollars est placée sous forme de dépôts auprès de banques en dehors du système bancaire américain (Fung et McCauley, 2003). Lorsque ces fonds sont investis aux Etats-Unis par les banques commerciales, la comptabilité de la balance des paiements américaine les enregistre en tant qu'engagements vis-à-vis d'institutions bancaires et financières étrangères et non comme des engagements vis-à-vis d'autorités publiques étrangères. Une part de la contribution des banques centrales au financement du déficit américain peut ainsi se trouver enregistrée dans le

¹ D'après le FMI, la part du dollar dans les réserves mondiales fin 2002 était de 64,5%, celle de l'euro de 17,8%, celle du yen de 4,5% et celle de la livre sterling de 4,4%.

poste « autres investissements » ou dans la rubrique « investissements de portefeuille » de la balance américaine.

La poursuite de ce processus induit des risques qui deviennent visibles sur les marchés. Si l'on admet que la richesse financière privée mondiale est dans un rapport stable avec le PIB mondial, elle croît beaucoup moins vite que l'offre de dollars découlant du besoin de financement américain. Pour que cette offre de dollars soit absorbée à taux d'intérêt et de change constants par les investisseurs privés non résidents, il faut que ceux-ci acceptent d'augmenter la part du dollar dans leurs portefeuilles d'actifs. S'ils ont un comportement de diversification optimale, cela ne peut se poursuivre indéfiniment. Il en résulte plusieurs éventualités :

- Soit les banques centrales étrangères prennent de plus en plus le relais des investisseurs privés, ce que certaines ont fait depuis la fin 2003. Il faut alors s'interroger sur les risques et les conséquences de telles politiques.
- Soit les investisseurs privés continuent à être sollicités pour des montants croissants. Mais ils n'y répondront que si le rendement de leurs placements s'élève. Cela peut provenir de la hausse des taux d'intérêt en dollars ou de la baisse du dollar, permettant d'acheter les obligations moins chères et de ramener la part des avoirs en dollars dans les portefeuilles aux proportions souhaitées. Là encore, la question est celle des conséquences de ce processus.

La poursuite de l'endettement extérieur des Etats Unis entraîne des risques croissants pour les prêteurs non résidents. Les créanciers privés étrangers cherchent du rendement, alors que les taux d'intérêt monétaires demeurent très bas. Ils sont donc conduits à acheter des obligations de sociétés privées et des obligations issues de la titrisation des prêts hypothécaires. Les entreprises américaines ont recouvré une bonne santé financière. Mais cela est dû au transfert massif du risque de crédit sur les ménages depuis 2001. Aussi le couplage du risque de change et du risque de crédit sur les ménages, dans le cas où une baisse désordonnée du dollar induirait une hausse rapide des taux d'intérêt à long terme, est la principale menace pour les investisseurs privés non résidents.

Ce risque ménage pourrait se matérialiser si la croissance fléchissait aux Etats Unis et provoquait une remontée du chômage à laquelle la propension des ménages à dépenser est très sensible. Le risque est aussi fonction du prix de l'immobilier qui manifeste tous les signes d'une bulle spéculative, au moins sur les marchés des grandes métropoles. Or les ménages ont un endettement très élevé, qui se répercute dans un service de la dette dépassant 13% du revenu disponible, niveau au dessus des 12% atteints lors du déclenchement de la crise immobilière de 1990. Il s'ensuit que l'interdépendance entre le déséquilibre extérieur et l'endettement des ménages met en risque les créanciers privés étrangers si le financement international de l'économie américaine se renchérit et (ou) si la croissance se ralentit.

Une vue optimiste à la mode soutient que ce risque n'est que virtuel parce que les banques centrales étrangères continueront à prendre le relais des prêteurs privés, comme elles l'ont fait en 2004, en absorbant toute offre de dollars pour n'importe quel montant de manière à stabiliser les cours de change de leurs monnaies vis-à-vis du dollar. Toutefois cette attitude est concentrée sur les banques centrales asiatiques dont l'accumulation de réserves de change renferme un risque macroéconomique de plus en plus grand au fur et à mesure d'un

glissement du dollar qu'elles ne peuvent complètement prévenir. Ainsi, une dépréciation de 10% du dollar se traduit par une perte de 2,2 points de PIB

La baisse du dollar devenant une certitude par impossibilité de poursuivre les conditions de financement de l'économie américaine qui ont eu cours en 2003 et 2004, il faut s'interroger sur les capacités d'ajustement sans crise (« *soft landing* »).

3. L'opportunité d'une modification des régimes de change en Asie

Comme on l'a montré plus haut, les monnaies asiatiques sont soumises à des tensions persistantes. Elles y ont résisté avec plus ou moins de succès. Les monnaies de la Grande Chine (yuan, dollar de Hong Kong, dollar de Taiwan) ont conservé des changes fixes ou consenti une appréciation modeste. Le won coréen et surtout le yen ont subi une appréciation plus importante.

Mais les marchés offshore indiquent des anticipations d'appréciation généralisée et une forte corrélation entre les anticipations sur les autres monnaies par rapport pour la Chine, de près de 2 points pour la Corée et de 5,8 points pour Taiwan (tableau 2).

Tableau 2 : Corrélation entre les NDF chinois et les NDF asiatiques

	1 mois	3 mois	6 mois	1 an
Taiwan	0,51	0,61	0,67	0,73
Hong Kong	0,79	0,87	0,91	0,90
Corée	0,49	0,56	0,61	0,69
Inde	0,64	0,75	0,82	0,90
Japon	0,68	0,78	0,84	0,89

Note : les coefficients de corrélation sont calculés sur la période du 14 février 2002 au 8 juillet 2004. Il s'agit d'un taux de change à terme pour Hong Kong.

Source : Datastream

Le sentiment des marchés serait ainsi que les politiques menées depuis le début de la phase de baisse du dollar en janvier 2002 ne serait pas indéfiniment tenable. Il est aussi que les destins de ces monnaies sont liés. La conjecture d'un changement des régimes de change est donc en train de se former. Jusqu'ici les pays asiatiques ont résisté, en même temps mais de manière séparée, à la baisse du dollar. Les marchés ont l'opinion que les monnaies asiatiques se détachent du dollar, mais que leurs taux de change réciproques vont rester liés. Une telle éventualité suppose que les gouvernements privilégient l'intégration économique régionale et considèrent donc le change comme une question d'intérêt commun. Cette orientation doit toutefois demeurer compatible avec leurs objectifs pérennes : préserver la compétitivité externe de leurs économies et se doter des moyens monétaires d'une maîtrise de la demande interne.

Pour estimer dans quelles conditions ces visées sont compatibles et donc pour juger de la pertinence du sentiment des marchés, il faut revenir sur les forces qui suscitent les tensions sur les monnaies asiatiques. La première est l'ampleur du déficit courant américain, dans la mesure où elle entraîne une dépréciation du dollar qui provoque en retour un ajustement pour le limiter. La seconde est le bas niveau des taux d'intérêt américains couplé à une résurgence de l'appétit pour le risque des investisseurs internationaux depuis la fin 2002 [BRI, 74^{ième}

rapport annuel, p109]. Cette configuration de marché a déclenché des réarrangements de portefeuille dans le sens d'une recherche de rendement. Les pays asiatiques dont la croissance est forte (Chine, Inde) ou qui est repartie en 2003 (Corée, Hong Kong, Taiwan) et plus tardivement (Japon) ont été les proies des entrées spéculatives de capitaux sous l'impulsion des Hedge Funds. Ces entrées de capitaux ont emballé l'offre de monnaie d'autant plus que les taux de change étaient ancrés sur le dollar (Chine et Taiwan). Elles ont provoqué de vives appréciations des devises dans les pays où les autorités monétaires ont cherché à freiner le rythme d'augmentation des réserves de change (Japon, Corée, Inde).

Les marchés anticipent donc que le yuan chinois va jouer le rôle de pivot des taux de change dans l'ensemble de l'Asie de l'est, voire au delà si les échanges sino-indiens se développent rapidement du fait de la complémentarité de ces deux puissances continentales dans la nouvelle division internationale du travail. Il s'ensuit que l'opportunité d'une autonomie des monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar dépend au premier chef de l'intérêt de la Chine de découpler le yuan du dollar.

4. Les forces contradictoires sur la monnaie chinoise

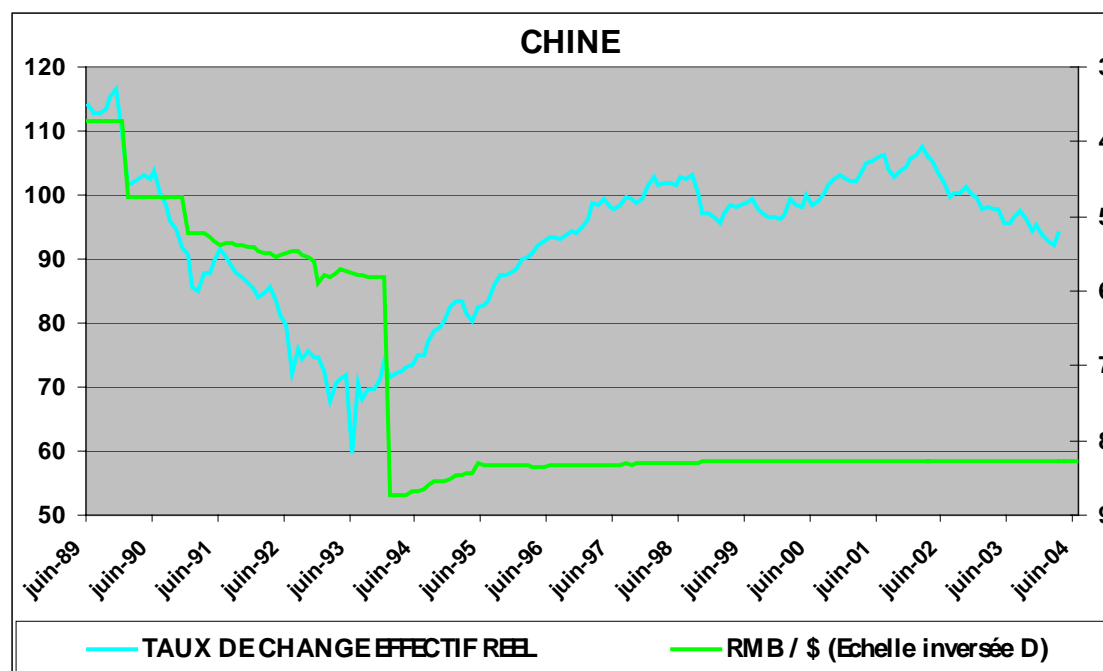
Lorsqu'on s'interroge sur la Chine, il faut prendre en compte en premier lieu la dynamique de longue période dans laquelle elle est engagée. C'est un rattrapage du groupe des pays les plus développés par assimilation du progrès technique, vaste redéploiement de la main d'œuvre rurale vers les secteurs secondaire et tertiaire, accumulation hautement intensive du capital. Cette trajectoire conduira la Chine au rang de première puissance mondiale en terme de PIB (mais pas de PIB par tête) d'ici une trentaine d'années. Ce processus est soutenu par des forces puissantes qui tiennent au dynamisme du capitalisme, mais il n'est pas entièrement spontané. Il requiert un but politique poursuivi avec continuité pour donner une cohérence aux réformes structurelles indispensables. Un tel but a été poursuivi depuis déjà vingt cinq ans et a produit une croissance annuelle moyenne sur cette période de 9% par an, dont 3% pour la productivité globale des facteurs, 5.5% pour la contribution de l'accumulation du capital et 0.5% pour celle de la croissance de la force de travail. Cette croissance, à la fois intensive en capital et rapide en assimilation du progrès technique, est soutenue par le taux d'épargne nationale le plus élevé du monde. De 20% au début du décollage en 1980, le taux d'épargne est monté à 33% tout au long de cette décennie là. Fléchissant dans la récession de 1992-93, il est remonté à 35% en 1995, pour progresser continuellement ensuite et atteindre le niveau extraordinaire de 44% en 2003.

Cette dynamique est très loin d'une croissance équilibrée. Elle est inégale à la fois entre les secteurs et les régions. Elle rejette la main d'œuvre agricole et l'absorbe selon des tempos désaccordés. Mais il faut bien savoir que les fondements de la croissance chinoise sont internes et qu'en retour la Chine structure les échanges commerciaux et les flux financiers de toute l'Asie. Ces tendances lourdes donnent un fondement aux hypothèses que l'on peut faire quant à la situation de la Chine dans les déséquilibres mondiaux actuels. Pour des raisons que l'on expliquera plus loin il y a des raisons d'envisager un ralentissement de la croissance chinoise. Mais il sera limité dans le temps et en amplitude (6% est un plancher). Ce ralentissement correspondra à la résorption des surcapacités de production dans l'immobilier et certains secteurs industriels et à un redéploiement de la croissance vers la consommation. Il est vrai cependant que la réforme du système financier peut influencer la durée de la transition de la croissance entièrement tournée vers l'investissement à la croissance tirée par la consommation de masse. En aucun cas cependant les difficultés de la réforme financière ne peuvent provoquer de crise financière internationale du type de la crise asiatique de 1997. Car

les ressources financières tirées de l'épargne sont capables d'absorber les pertes sur les créances insolvables, dès lors que le système financier chinois ne va se libéraliser que très progressivement.

Quelles conséquences ces considérations de long terme ont-elles pour le régime de change ? On sait que des prises de position persistantes, émanant surtout des milieux académiques et officiels américains, plaident pour une réévaluation du yuan. La part rapidement croissante de la Chine dans le commerce mondial, l'ampleur du déséquilibre bilatéral sino-américain, l'accumulation rapide des réserves de change de la Chine, ont éveillé la suspicion que la monnaie chinoise est sous-évaluée. Cette affirmation n'est pourtant pas évidente. Certes le taux de change bilatéral entre le yuan et le dollar est resté rigoureusement fixe depuis dix ans. Mais le taux de change réel effectif s'est sensiblement apprécié (graphique 2).

Graphique 2. Taux de change effectif réel du yuan et taux de change nominal contre le dollar



Source : FMI, IFS ; Datastream.

Cependant des travaux approfondis ont été menés au CEPII sur la possible distorsion structurelle du yuan. Une telle étude implique une estimation du taux de change réel d'équilibre. L'interprétation de telles estimations est toutefois délicate. On sait que de manière générale il existe une relation croissante entre le taux de change réel effectif d'un pays et son niveau de développement mesuré par son PIB par tête en PPA. Cette relation tient à ce qu'on appelle l'effet Balassa. Au cours du développement les prix relatifs se modifient. On peut observer une tendance du taux de change réel interne, c'est-à-dire du prix des biens et services abrités de la concurrence internationale relativement aux prix des biens qui y sont exposés, à s'élever tendanciellement. Or cette relation ne s'observe pas en Chine en dépit de la croissance extrêmement rapide de la productivité industrielle. Car l'effet Balassa implique une unification du marché du travail au cours du développement lorsque le capitalisme s'implante dans tous les secteurs de l'économie. Mais la Chine ne suit pas ce schéma. Le marché du travail y est structurellement segmenté. On peut penser que l'énorme réserve de

main d'œuvre rurale et les investissements colossaux en infrastructures publiques, nécessaires pour homogénéiser les marchés des biens sur le territoire, sont des obstacles durables à l'augmentation systématique des prix relatifs internes, donc du taux de change réel d'équilibre. Si donc la trajectoire de croissance de la Chine se fait avec une persistance de la segmentation des marchés, il peut être fallacieux de soutenir que son écart à la relation de long terme entre taux de change réel et niveau de développement est un symptôme de sous-évaluation qui doit être corrigé immédiatement par réévaluation du taux de change nominal. Cette remarque est d'autant plus importante que la référence à l'effet Balassa conduirait à déclarer que le yuan était sous-évalué de 16% en 2001. Si, au contraire, on prend en compte les particularités des structures économiques chinoises, on trouve une sous-évaluation de seulement 5%.

L'économétrie n'apporte donc pas de réponse à la question des distorsions que le régime de change chinois feraient peser sur la structure des taux de change entre les grandes monnaies, notamment les taux de change dollar / euro et yen/dollar. Au plan économique les arguments des critiques de la politique de change chinoise sont disparates.

Quatre types d'arguments sont utilisés : la convergence de la Chine vers les pays avancés, les avantages de coûts indus dans la concurrence internationale, les contrôles de capitaux, la surchauffe de l'économie.

Le premier argument a été rejeté ci-dessus. C'est d'ailleurs un argument de long terme. Quand bien même l'effet Balassa finira par se manifester, l'ajustement passera normalement par une hausse des prix intérieurs, pas par une appréciation nominale du taux de change.

Le second argument est ridicule. Les salaires chinois sont plus de dix fois inférieurs à ceux des pays développés. Ce n'est pas une hausse même de 30% du yuan qui changera grand chose à l'avantage compétitif de la Chine pour celles des exportations dépendant de la compétitivité prix. En outre, le contenu en importations des exportations chinoises est très élevé, de sorte qu'une hausse des coûts internes n'a qu'un faible impact sur celui des exportations.

Le troisième argument est spécieux. On sait, en effet, que les contrôles de capitaux sont indispensables tant que le système financier intérieur n'est pas en état de gérer efficacement le risque de crédit. On devrait savoir gré à la Chine de ne pas répéter les erreurs qui ont conduit à la crise asiatique, donc d'éviter au monde le risque d'une nouvelle crise financière. Certes une telle crise pourrait être amortie parce que la Chine dispose de réserves de change très abondantes. Cependant il est loin d'être acquis qu'une ouverture du compte capital entraîne une appréciation du yuan. La possibilité offerte aux ménages chinois de diversifier leur épargne dans des placements en devises étrangères pourrait conduire à une dépréciation du change.

Le quatrième argument est mal formulé mais cache un vrai problème. In n'y a pas de surchauffe en Chine ; ce dont témoigne une inflation très modeste pour la croissance réelle du pays. Cependant il y a surinvestissement dans certains secteurs et goulots d'étranglement dans d'autres. Au fur et à mesure où la Chine s'éloigne d'une économie de commandement pour se rapprocher d'une économie de marchés, conformément à ses engagements envers l'OMC, les déséquilibres macroéconomiques devront être traités par les instruments de la politique de gestion de la demande, dont bien sûr la politique monétaire. Or l'ancrage actuel sur le dollar, défendu par une augmentation très rapide des réserves de change, provoque une augmentation

très rapide des liquidités. Celle-ci nourrit une expansion du crédit intérieur qu'il n'est pas possible de maîtriser par la hausse très modeste des taux d'intérêt. Or il ne peut être question de recourir à une hausse nettement plus forte qui attirerait plus de capitaux spéculatifs en dépit du contrôle de change et donc qui créerait un cercle vicieux déjà constaté » dans maintes économies ayant imprudemment ouvert leurs frontières financières.

Enfin le seul argument sérieux contre l'ancrage du yuan sur le dollar est l'incapacité d'un contrôle monétaire de la demande intérieure que cet ancrage entraîne. Mais cette incapacité ne se manifeste que si le dollar n'est pas stable. Elle est donc la conséquence du manque d'épargne américaine qui aggrave en permanence les dettes des Etats Unis vis-à-vis du reste du monde. En définitive la Chine, en tant que créancier forcé, est victime de la mauvaise foi américaine consistant à rejeter sur l'extérieur les conséquences de ses propres dysfonctionnements. C'est donc bien la position centrale du dollar dans le système monétaire qui est en question dans la résolution des tensions internationales qui sont induites par les dettes des Etats Unis.

5. La réduction du déficit américain ne peut passer par la seule baisse du dollar.

Si l'on fait le diagnostic que le rythme de progression de la dette nette des Etats Unis vis-à-vis du reste du monde ne peut se poursuivre, on est conduit à se demander si un ajustement évitant de réaliser les risques évoqués ci-dessus est possible. Etant donné le statut de monnaie internationale du dollar dans une économie mondiale globalisée, où par conséquent les actifs détenus par les non résidents progressent chaque année avec le PIB mondial, un flux net de dollars est demandé chaque année par les non résidents. Il lui correspond une croissance viable de l'endettement extérieur des Etats Unis.

On peut donc admettre qu'un ajustement satisfaisant ne consiste pas à ramener la balance courante à l'équilibre comptable. Nous supposons qu'une diminution du déficit de manière qu'il revienne à 3% du PIB en trois ans est un objectif raisonnable. Mais cet objectif externe doit être couplé à un objectif interne qui est prépondérant. L'ajustement n'est optimal que si la réduction progressive du déficit extérieur est compatible avec une croissance qui reste proche du potentiel de l'économie américaine. L'ampleur de la variation du taux de change pour produire cet ajustement est cruciale. Si elle est très grande, soit le mouvement ne pourra pas être contrôlé et les anticipations des marchés déclencheront une crise du dollar qui précipitera les risques financiers sur les ménages américains. Soit la baisse ne pourra pas être supportée dans le reste du monde sans y provoquer un coup d'arrêt à la croissance qui empêchera en retour l'ajustement sans récession aux Etats Unis.

La variation requise du taux de change dépend de la situation initiale au moment où l'ajustement s'amorce et de la sensibilité aux prix des changements dans les demandes respectives aux Etats Unis et dans le reste du monde. Or, à cet égard, il existe de sérieux handicaps. Le taux de couverture des importations par les exportations n'est que de 2/3. Pour seulement stabiliser le déficit extérieur, il faut que le taux de croissance des exportations dépasse celui des importations de 50%. La baisse du dollar doit faire plus pour réduire le déficit en modifiant deux prix relatifs : baisse des termes de l'échange externes des Etats Unis d'une part, baisse des termes de l'échange internes des biens et services abrités de la concurrence internationale par rapport à ceux qui y sont exposés d'autre part. Le premier effet dépend de la sensibilité à la modification des termes de l'échange de la substitution entre les

produits américains et les produits étrangers sur les marchés étrangers et américains de ces types de produits. Le second effet dépend de la sensibilité de la structure de la demande intérieure américaine à la variation des termes de l'échange internes. Or ces différentes sensibilités sont faibles. Au contraire, les sensibilités de ces changements de structure aux niveaux agrégés des demandes sont élevées : hausse des exportations américaines avec la demande étrangère, baisse des importations américaines avec la demande interne de produits exposés à la concurrence internationale, baisse de la demande de ces produits avec la hausse du taux d'épargne des ménages.

Les calculs que l'on a effectué en tenant compte de ces caractéristiques structurelles montrent qu'il est impossible de réaliser l'ajustement par le seul truchement du taux de change. *La baisse du dollar doit appuyer l'augmentation du taux d'épargne des ménages américains.* Pour que celle-ci ne provoque pas de montée du chômage aux Etats Unis, il faut que la demande intérieure dans le reste du monde soit relevée de manière à dépasser d'au moins 0.5% par an la croissance de la demande intérieure des Etats Unis. Même avec cette inversion des demandes relatives, l'objectif de ramener le déficit extérieur à 3% du PIB en trois ans ne peut être atteint qu'avec une dépréciation du dollar de 10% par an. On peut penser à juste titre que cette baisse cumulée du dollar est peu compatible avec le besoin de relancer la croissance en Europe. Mais pour la ramener à de plus justes proportions (5% par an), il faut stimuler la demande intérieure dans le reste du monde de manière qu'elle dépasse de 1% par an la croissance de la demande aux Etats Unis ; ce qui, concernant l'Europe, romprait avec des tendances établies depuis plus de dix ans.

6. Déséquilibres financiers et interdépendance des politiques économiques.

Deux espaces monétaires seraient particulièrement affectés par une baisse prononcée du dollar. Les impacts négatifs d'une appréciation excessive de leurs monnaies contrecarreraient l'ajustement recherché, de sorte que l'ajustement ne se produirait pas sans récession mondiale désastreuse. Ces deux régions sont la zone Euro et le Japon.

La zone Euro a une croissance anémique depuis 2001 et cette croissance est principalement tirée par les exportations. Aussi l'appréciation déjà subie de l'euro commence à faire sentir ses conséquences négatives. Cela est confirmé par une estimation du taux de change d'équilibre de l'euro contre le dollar qui serait dans la fourchette 1.00 à 1.10 dollars par euro en 2004 selon nos propres calculs, autour de 1.20 selon les travaux effectués à l'IIÉ.. Certes le taux de change contre dollar ne fait pas le taux de change effectif, mais plus certaines monnaies restent collées au dollar, plus la surévaluation de l'euro a des effets néfastes sur la croissance. On peut retenir qu'une appréciation réelle de 10% du taux de change effectif réduit de 1% le taux de croissance de la zone euro.

Le Japon est un pays qui a bien du mal à sortir définitivement de la déflation. La reprise de 2004 aura du mal à se confirmer si l'environnement extérieur devient défavorable. Elle a déjà été étouffée puisque la révision des comptes nationaux fait déclarer le Japon en récession technique à la fin de l'an 2004. Car la reprise vigoureuse de la dépense des ménages, qui seule pourrait relancer une croissance autonome, n'est possible que si les anticipations de variations des prix sont résolument tournées à la hausse. Or la déflation perdure et l'appréciation du yen ne peut que l'entretenir.

L'inversion des croissances relatives entre les Etats Unis et le reste du monde ne serait possible que si la zone euro trouvait une source interne à la croissance et que si la l'économie japonaise trouvait une nouvelle vigueur. Rien dans les perspectives de 2005 ne laisse présager cette issue favorable. Car ces deux conditions ne peuvent se réaliser spontanément dans le cadre des politiques en vigueur sous la contrainte d'une forte appréciation de leurs monnaies contre le dollar.

Un autre partenaire incontournable dans les rapports monétaires internationaux actuels est, comme on l'a vu, la Chine. En effet, le dynamisme de ce pays est en train de modifier les structures du commerce international. Ainsi la Chine est-elle un exportateur redoutable sur le marché américain, mais elle est devenue le premier client du Japon. Celui-ci doit largement sa reprise économique récente à la rapidité de la croissance des importations chinoises. Cette force d'attraction s'exerce sur toute l'Asie de l'Est, constituant ainsi une zone d'intégration commerciale. Comme l'expérience européenne des années 1970 l'a bien montré, lorsque les taux de change perdent la stabilité de leur ancrage externe à cause de l'instabilité du dollar, les gouvernements des pays concernés doivent explicitement considérer les taux de change comme un système d'intérêt commun et trouver en leur sein un mécanisme de cohésion. *Aussi peut-on penser que si la baisse du dollar devient désordonnée, le processus accélérera la formation d'un pôle monétaire en Asie dans lequel le yuan jouera un rôle prépondérant.*

On a montré que l'accumulation des réserves de change multiplie l'expansion des liquidités dans le monde. Par le canal des régimes d'ancrage, l'extrême souplesse de la politique monétaire américaine se diffuse dans le monde entier. Pour des raisons qui tiennent aux conditions de la concurrence internationale, notamment de l'énorme réserve de main d'œuvre chinoise, l'expansion monétaire ne produit pas d'inflation. Mais elle entraîne des dynamiques financières dangereuses : spéculation immobilière conjointe dans de nombreux pays, baisse insolite des taux d'intérêt à long terme en période de croissance soutenue aux Etats Unis, écrasement des primes de risque qui n'est pas sans rappeler la période pré-crise asiatique.

En Chine l'accumulation des réserves de change dépasse dix fois l'endettement extérieur à court terme. La progression induite des liquidités et du crédit intérieur est de l'ordre de 20% par an. Il est bien clair que cette fuite en avant découle d'une absence de régulation du système monétaire international dans son ensemble.

A moyen terme, l'adoption d'un régime de change découplé du dollar est sans doute dans l'intérêt de la zone asiatique en voie d'intégration. Doit-elle être engagée dès maintenant par l'établissement d'un régime transitoire ? Pour éviter un éclatement des taux de change entre les pays de la région, alors que certains d'entre eux se montrent réticents à continuer à absorber des dollars au rythme antérieur, une concertation sur un ancrage renouvelé que les différents pays pourraient suivre plus ou moins sagement serait une évolution significative. Même si le dollar conserve un poids important dans un panier de référence au côté du yen et de l'euro, le choix d'ancrer les monnaies asiatiques sur un même panier serait un découplage partiel du dollar. Ce serait aussi un embryon de système monétaire régional. La décision du gouvernement chinois d'adopter un tel ancrage et éventuellement d'élargir ses marges de fluctuation est le pivot sur lequel un tel système pourrait se structurer. Il est vraisemblable que cette décision ne serait prise que à court terme que si la baisse de du dollar se précipitait sous la forme de mouvements désordonnés dans les marchés de change.

7. Conclusion

On aboutit ainsi à la conclusion suivante. Une réduction ordonnée du déficit des Etats Unis implique une compatibilité des politiques économiques entre les pays dont les monnaies ont une influence significative sur l'économie mondiale. Pour éviter une hausse vive des taux longs, des choix budgétaires politiquement très sensibles devraient être reconsidérés aux Etats Unis en vue de réduire le déficit au lieu de l'ouvrir d'ici la fin de la décennie. La politique monétaire devrait poursuivre son resserrement prudent à la poursuite d'un taux neutre. La politique européenne devrait sortir de la croissance molle. L'expérience a montré négativement qu'il n'est pas possible d'y parvenir sans se doter des moyens politiques (gouvernement économique de la zone euro) de faire un *policy mix* européen. Au plan budgétaire cela implique notamment de redéfinir le pacte de stabilité. Au plan monétaire, il faudrait accentuer le découplage des taux européens et des taux américains au fur et à mesure où l'euro s'apprécie face au dollar. En Asie il faudrait engager la réforme du régime de change conduisant à assouplir la dépendance au dollar.

Il n'y a guère de chances que ces inflexions se fassent par coexistence de changements politiques indépendants. La règle actuelle, inscrite dans l'article IV (section 1) des statuts du FMI, stipule seulement que les pays ne doivent pas manipuler délibérément leur change pour bloquer les ajustements de balance des paiements et pour faire des dévaluations compétitives. Cette règle est bien trop vague et purement défensive pour avoir une quelconque efficacité. Pendant plus de vingt cinq ans c'est en réalité le G7 qui s'est arrogé le droit de surveillance des politiques économiques en réponse aux déséquilibres globaux. L'efficacité de cette procédure a été affaiblie. Les Etats Unis sont devenus de plus en plus enclins à imposer unilatéralement leurs politiques. Les Européens ont abandonné la régulation de la demande, obsédés qu'ils sont par les politiques structurelles, sans voir que ces politiques sont très difficiles à mettre en œuvre sans un soutien suffisant de la demande. De nouveaux acteurs globaux hors G7 ont fait irruption sur la scène monétaire internationale.

C'est pourquoi la concertation des politiques monétaires entre pays à devises clés (dollar, euro, yen, yuan) devrait être organisée au sein d'un G4 qui pourrait se transformer ultérieurement en G6 par incorporation de l'Inde et du Brésil. Il bénéficierait de l'aide technique du FMI. La zone euro devrait être représentée comme un tout, à la fois au niveau politique et bancaire central. Ce groupe devrait se concerter sur les choix de politique économique à impact global, se consulter sur les changements souhaitables de taux d'intérêt, laisser ouverte l'opportunité d'interventions coordonnées sur les marchés de change.

Mais cette transformation vers le polycentrisme monétaire va sans doute, comme bien des besoins de gouvernance mondiale, se heurter à la difficulté de l'ordre politique à assumer la mondialisation. L'évolution vers le polycentrisme est portée d'un côté par l'avènement de l'euro en tant que monnaie internationale de financement et de placement, d'un autre côté par le basculement des pôles de croissance mondiale vers l'Asie. Mais cette évolution ne sera sans doute pas assumée dans les prochaines années du fait de l'unilatéralisme américain. Celui-ci combine la longue tradition du « *benign neglect* » dans l'appréhension de la dette extérieure et la volonté d'hégémonie manifestée par la coalition conservatrice au pouvoir. Il s'ensuit qu'il est peu probable, sauf dans un scénario de crise du dollar, que le gouvernement des Etats Unis modifie son attitude de non coopération monétaire. Il reviendra alors aux deux puissances monétaires les plus lésées par la collusion de fait entre la Chine et les Etats Unis pour le statu quo de prendre une initiative. Ces deux puissances sont le Japon et la zone Euro. Elles auraient grand avantage à gérer le taux de change yen/euro conjointement face au dollar. Une stabilisation du taux de change yen/euro donnerait une incitation au gouvernement chinois

d'adopter un ancrage sur un panier de devises. Elle pourrait ainsi contourner le laissez-faire américain et instaurer un polycentrisme de fait.

Bibliographie

Aglietta M. et Rzepkowski B. (2004), « le dollar et la formation d'un pôle monétaire en Asie », *Revue d'Economie Financière*, n°77, pp.147-167.

Aglietta M, Berrebi L. et Cohen A., (2004), « Déséquilibres américains : menace mondiale ?, Expertises, n°3, Groupama-AM, septembre.

Bergsten F. et Williamson J. (2003), « *Dollar Overvaluation and the World Economy* », Institute for International Economics, février.

Cohen B.J. (2003), « Global Currency Rivalry : can the Euro ever challenge the Dollar ? », *Journal of Common Market Studies*, European Studies Association, 8^e conférence, Nashville, mars.

Dooley M., Folkerts-Landau D. et Garber P. (2003), « An essay on the revived Bretton Woods System », *NBER Working Paper*, n°9971, septembre.

Edison A., (2003), « Are foreign exchange reserves in Asia too high ? », in *IMF World Economic Outlook*, September, Chap II, pp. 78-92.

Eichengreen B. (2004), « The Dollar and the New Bretton Woods System », *Economie Internationale*, n° 100, 4^e trimestre.

FMI, (2004), « The Global Implications of the US Fiscal Deficit and of China's Growth », *World Economic Outlook*, avril pp.63-82.

King S. (2005), « To be a rock and not to roll », HSBC, janvier.

Obstfeld M. et Rogoff K (2004), « The unsustainable US current account position revisited, *NBER Working Paper*, n°10869, octobre.