

# LES FLUCTUATIONS DU DOLLAR ET LA VERSATILITÉ DU MODÈLE AMÉRICAIN

JACQUES MISTRAL \*

L'attitude traditionnelle des États-Unis à l'égard du dollar est celle de la « douce négligence » (*benign neglect*) : « Le dollar, c'est notre monnaie, mais votre problème », disait aux Européens, avec un cynisme appuyé, John Conally, secrétaire au Trésor dans les années 1970. Les choses en sont toujours là trente ans plus tard. Voilà, par exemple, ce que j'ai souvent entendu dire pendant mon séjour outre-Atlantique : « Dans les années 1990, le dollar était fort, c'était bon pour l'Amérique, nous en retirions une faible inflation importée et la possibilité de mener une politique monétaire très active ; aujourd'hui, il s'affaiblit, c'est parfait, le dollar faible va stimuler les exportations et devenir le moteur des créations d'emplois ». Pour comprendre la position internationale des États-Unis, il paraît décidément utile de ne pas céder au catastrophisme ! Et c'est bien ce que confirme l'expérience la plus récente.

197

En décembre 2007, en effet, l'hebdomadaire *The Economist* faisait sa couverture avec le titre « Panic about the Dollar ». L'heure de vérité paraissait arrivée : l'ampleur du déficit extérieur, la crise financière, un président démonétisé, tout semblait réuni pour voir le dollar descendre aux enfers ; et, de fait, en juillet 2008, il touchait un point bas : 1 euro achetant alors 1,6 dollar ! Mais voilà, aux États-Unis, l'improbable est monnaie courante et le cours du dollar a confirmé sa capacité à défier toutes les lois de la pesanteur économique puisqu'il se réappréciait à l'automne 2008, en trois mois, de plus de 20 %.

---

\* Membre du Conseil d'analyse économique ; directeur des études économiques, Ifri ; ancien ministre conseiller financier, ambassade de France à Washington (2001-2006) ; auteur de *La troisième révolution américaine*, Perrin, septembre 2008.

On sait qu'à court terme, il n'y a pas de meilleure prévision des taux de change qu'une marche au hasard. Les économistes, pourtant, prétendent toujours pouvoir déceler des tendances « plus fondamentales » dans les évolutions à moyen terme. De nombreux travaux économétriques ont été menés dans ce but. Suggérée par les éditeurs de ce numéro de la *Revue d'économie financière*, l'approche adoptée dans cet article tente de relier les évolutions du dollar aux perspectives du modèle américain. Référence oh combien ambiguë, mais qui se révèle à l'usage fructueuse parce qu'elle permet d'éclairer divers aspects d'une évolution qui ne se laisse pas résumer en une équation simple. Pour commencer, il n'est pas inutile de retracer brièvement le déclin relatif de l'Amérique et le recul du dollar depuis l'abandon du *Gold Exchange Standard* en 1971.

### *LES FLUCTUATIONS DU DOLLAR REFLÈTENT CELLES DU MODÈLE AMÉRICAIN*

S'il y a une vérité bien ancrée dans les esprits, c'est que la fin du *Gold Exchange Standard* a marqué la fin d'une époque, la plus proche comparaison qui vienne à l'esprit étant l'abandon de la parité-or de la livre sterling en 1931. C'est d'ailleurs ce que semble illustrer l'évolution de longue période. Depuis 1971, l'examen des données statistiques suggère un recul régulier et prononcé du dollar par rapport au panier de monnaies de ses partenaires, ce que l'on appelle le « taux de change effectif nominal ». Base 100 en 1970, cet indicateur permet de distinguer 4 points bas successifs pour le dollar, en 1973, en 1979, en 1988 et à l'été 2008 où notre indicateur se situe à 60. Trente-sept ans après l'effondrement du système monétaire de Bretton Woods, la dépréciation du dollar ainsi mesurée atteint 40 % : 1 dollar achetait 3,6 deutsche mark en 1970, il n'en achetait plus l'été dernier que 1,25 (en se basant sur la continuité du deutsche mark et de l'euro).

Et pourtant, cette retraite est passée au second plan tant s'est imposée, depuis une quinzaine d'années, l'idée que les États-Unis étaient, pour paraphraser les ambitions du programme de Lisbonne, « l'économie la plus compétitive au monde » : les communiqués du G7, d'innombrables rapports, le jugement des experts, les classements du World Economic Forum ont célébré les vertus de la croissance américaine, rapide, productive, profitable, non inflationniste. Sans parler des commentaires qui ont, non sans raison, qualifié l'Amérique de seule « hyperpuissance » après la chute du mur de Berlin. Il n'est pas facile de réconcilier les images d'une hyperpuissance supercompétitive et celle d'une monnaie si rudement amoindrie.

Un examen plus précis, faisant droit aux évolutions cycliques, peut-il

nous mettre sur la voie ? La tendance baissière à long terme est en effet entrecoupée de redressements vigoureux, parfois même spectaculaires : - premièrement, à la suite du premier choc pétrolier, puisque notre indicateur remonte de 88 en 1973 à 94 en 1976, la monnaie américaine jouant alors un rôle de premier plan dans le recyclage des « pétrodollars ». À l'époque, on a pu y voir l'effet d'un choix politique de la part des monarchies arabes ; convenons alors que cet effet ne fut que de courte durée puisque la présidence Carter s'achève en 1979-1980 en enfer, notre indicateur est à 78 en 1979-1980 ;

- second rebond, phénoménal celui-là, le président Reagan (et la politique anti-inflationniste de Paul Volcker) redonne confiance aux investisseurs, le taux de change remonte à l'indice 122 en 1985. De nouveau, nombreux ont été ceux qui y ont vu un effet politique ; et Ronald Reagan, le premier, avait choisi comme slogan électoral, pour son second mandat, *America is back* : le dollar en était l'expression triomphante. Mais à nouveau, plus artificielle était la hausse, plus rude fut la chute puisque après ce sommet, notre indicateur s'effondre de 122 à 73 en 1988. Les paillettes de la présidence Reagan sont décidément fanées, le début de la décennie 1990 s'annonce médiocre pour l'économie américaine et le recul du dollar se poursuit sur sa tendance, atteignant 68 en 1995 ;

- un nouvel et remarquable essor se produit alors dans cette séquence mouvementée sous les effets du miracle Clinton-Rubin-Greenspan : la nouvelle économie promet un nouvel eldorado, le dollar remonte à l'indice 93 en 2002 ; « l'attractivité » du modèle américain semble n'avoir jamais été aussi puissante. Las, le retournement est rapide puisque le dollar n'a cessé de reculer depuis pour atteindre un plus bas historique au printemps 2008 et les explications ne manquent pas : l'éclatement de la bulle Internet, les scandales Enron et cie, un pays tétanisé par la menace terroriste, l'évolution incontrôlée des déficits, la disparition de l'épargne et finalement l'effondrement du système financier.

L'examen des cycles successifs du dollar nous apprend une chose, c'est la malléabilité du modèle américain, au moins dans sa composante extérieure, tantôt attractif et porté au pinacle, tantôt décrié et menacé de faillite. Mais ce sont là des exagérations amplifiées par l'enthousiasme (ou la méfiance) de la presse financière et des salles de marché. Y a-t-il une tendance plus lourde que l'alternance des modèles Reagan-Volcker ou Clinton-Greenspan ?

### *L'ÉCONOMIE DE DETTE : MOTEUR DU MODÈLE AMÉRICAIN*

S'il y a une caractéristique centrale du modèle américain depuis un quart de siècle, c'est bien la montée de l'endettement. Les dévelop-

pements de la crise financière depuis l'été 2007 en ont donné une démonstration fracassante. Le corollaire en est, c'est bien connu, que les États-Unis doivent financer un très important déficit extérieur et que, à la longue, cela génère un niveau d'endettement important. Obnubilés depuis un an par l'effondrement de pans entiers du système financier américain, nous avons prêté trop peu d'attention à l'aspect externe de cette économie de dette ; même si ce financement a été régulièrement assuré jusqu'ici, c'est un sujet qui mérite d'être abordé avec plus de hauteur de vues.

La théorie et l'histoire économiques suggèrent l'existence d'un « cycle de la dette externe » où celle-ci apparaît comme un reflet du niveau de développement. Pour un pays jeune, en croissance rapide, pensons aux États-Unis du milieu du XIX<sup>ème</sup> siècle, il paraît logique que des capitaux étrangers soient attirés par les perspectives de rentabilité ; la balance courante est en déficit parce que ce pays importe des biens d'équipement (matériels de transport, machines...) et paie des dividendes ou des intérêts sur sa dette externe. Au stade suivant, la modernisation du pays a permis de créer une infrastructure productive, les coûts de main d'œuvre sont encore bas par rapport aux pays avancés, les exportations croissent rapidement, la balance commerciale devient excédentaire, le pays paie encore des intérêts mais il commence aussi à rembourser sa dette (pour les États-Unis, cela se voit à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle). À un troisième stade, la dette externe est (en termes nets) remboursée et les excédents de balance courante alimentent des flux de capitaux vers l'extérieur ; pour le capitalisme américain, il s'agit typiquement du milieu du XX<sup>ème</sup> siècle. La quatrième étape est plus problématique ; le point de départ en est une économie vieillissante ; les coûts de production sont élevés, des concurrents de plus en plus actifs se développent. À ce stade, s'engage une sorte de course poursuite entre, d'un côté, la dégradation de la balance commerciale et, de l'autre, l'augmentation des revenus tirés du reste du monde du fait des capitaux investis et des profits réinvestis dans des économies plus dynamiques. Il y a peu d'exemples de cette quatrième phase, ce qui décourage les généralisations hâtives.

La Grande-Bretagne, principal exemple, a accumulé puis fait fructifier outre-mer, à partir du XIX<sup>ème</sup> siècle, un tel montant d'actifs que ce pays a pu conserver une position créditrice et bénéficier de revenus élevés en provenance de l'extérieur pendant une grande partie du XX<sup>ème</sup> siècle, alors que l'économie domestique était depuis longtemps sur le déclin : les flux de revenus sont très longtemps restés supérieurs au déficit commercial. Pourtant, malgré le livre resté célèbre de Jean-Jacques Servan-Schreiber, la puissance économique de l'Amérique dans le reste du monde n'a jamais été l'équivalent de son antécédent britannique.

Certes, les revenus extérieurs sont restés positifs jusqu'à une date récente, c'est bien le moins pour une économie dominante, mais ils sont très loin d'apporter un concours comparable à ce dont a bénéficié le Royaume-Uni. En conséquence, la balance commerciale a irrémédiablement entraîné la balance courante dans le déficit dès le début des années 1970 et l'effet cumulé de ces déficits, brutalement accrus à partir de la présidence Reagan, a conduit les États-Unis en position de débiteur net par rapport au reste du monde depuis le milieu des années 1980. Cette position débitrice nette s'est considérablement détériorée sous l'administration Bush. Mesurée en valeur de marché, elle a été multipliée par 2,5, passant de 1 070 Md\$ en 1999 à 2 500 Md\$ en 2005 ; rapportée au PNB, elle a progressé de 11,5 % à 20,2 % entre les mêmes dates. De la présidence Reagan à celle de George W. Bush, le modèle américain a finalement reposé sur une constante : le recours à la dette externe pour financer ses politiques et sa croissance.

Faut-il alors pousser plus loin le parallèle avec l'évolution de la livre sterling après l'abandon de l'étalon-or en 1931 ? Un demi-siècle plus tard, le Royaume-Uni était, comme on le sait, confronté à une grave crise des paiements externes. Cette issue sanctionnait la faillite des politiques menées après-guerre qui avaient fait de la Grande-Bretagne « l'homme malade de l'Europe », souffrant d'une croissance faible, d'une inflation élevée, d'une incapacité absolue à réformer son modèle de croissance. Affront suprême pour l'ancienne monnaie dominante, le FMI prendra en 1976 ses quartiers à Londres, au Trésor britannique. Est-ce le sort promis au dollar ? La question appelle deux remarques. D'abord, si l'on s'en tient aux chiffres, le rapport de la dette brute américaine rapportée aux exportations de biens et de services se situe à 5,38, ce qui place les États-Unis bien au-dessus du Congo (2,30), du Brésil (2,39) ou même de l'Argentine (4,51), quelque part entre la Zambie (5,30) et le Malawi (5,84) (données de *The Economist World Figures*). Je reconnais volontiers ce que cette comparaison a d'excessif, mais peut être, en sens inverse, y a-t-il eu une certaine complaisance à traiter depuis 1985 la position extérieure nette des États-Unis comme un non-problème.

À l'inverse, même alerté par ces constatations, il serait malvenu d'en tirer des conclusions hâtives, car le recul de l'industrie domestique n'a jamais pris la forme du déclin caractérisé observé en Grande-Bretagne dans les années 1960. Il suffit de songer à la nouvelle économie, aux flux d'innovations dont l'Amérique a récemment été la matrice et au potentiel industriel et technologique toujours présent : les années 1990 ont été, pour les États-Unis, une période faste et ce n'est pas sans raison qu'ils ont eu la possibilité ininterrompue de financer un déficit énorme

à des taux d'intérêt très bas. Il faut donc percer ce qui, dans le modèle américain, a garanti la continuité de ce financement externe.

### *LE MODÈLE AMÉRICAIN AU SERVICE DE LA MONDIALISATION*

La croissance rapide des échanges commerciaux et des investissements internationaux a été considérée comme l'un des succès les plus manifestes de la mondialisation. Dans le même temps, de gigantesques excédents se sont gonflés en Asie (en Chine en particulier) en contrepartie du gigantesque déficit de l'Amérique. Ces « déséquilibres » globaux ont conduit beaucoup d'observateurs à juger que « l'Amérique vivait au-dessus de ses moyens ». Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que les avertissements se soient multipliés depuis le début de la décennie 2000. Les ministres des Finances européens lors des réunions du G7 et les gouverneurs des banques centrales ont régulièrement attiré l'attention de leurs homologues américains sur les dangers que recelaient ces évolutions. Ce déficit n'était pas soutenable, disaient-ils en substance, parce que le financement extérieur ne continuerait pas indéfiniment à ce rythme. Pourtant, beaucoup en Amérique, les responsables politiques, les médias et un grand nombre d'experts considéraient ces propos alarmistes comme peu convaincants ; et la suite a d'ailleurs quelque chose de fascinant ! À partir de 2004-2005, plus le temps passait (et plus le déficit se creusait sans que les catastrophes annoncées par les pessimistes ne se produisent), plus les sceptiques se voyaient renforcés dans leur conviction : « Mais si la cause est si clairement établie », demandaient-ils avec candeur, « pourquoi ces tendances se poursuivent-elles pendant des années ? Pourquoi le déficit est-il continûment financé et, de surcroît, à des taux d'intérêt si faibles » ? Deux thèses en particulier sont devenues populaires, elles associent le financement aisé du déficit extérieur à la contribution que l'Amérique apporte au succès de la mondialisation. Chacune de ces thèses est suggestive, aucune n'est véritablement convaincante.

Une première explication fait appel à l'hypothèse de la « matière noire ». En bref, cette thèse soutient qu'il n'y a pas de problème de déficit tout simplement parce qu'il n'y a pas de déficit. L'intitulé de cette théorie fait appel à une composante de l'astrophysique moderne ; il se trouve que l'univers tel que nous le connaissons de nos jours est plus stable que ce que à quoi l'on s'attend si sa cohésion devait n'être assurée que par les forces de gravité émanant de la matière visible. Certains ont avancé une analogie avec la situation de la balance des paiements américaine en imaginant qu'il manque quelque chose dans les comptes nationaux. Ce qui est en cause est une évaluation erronée

du capital (savoir-faire de toutes sortes, services financiers...) que les firmes détiennent à l'étranger et qui pourrait être la source de revenus supplémentaires. Peut-être, il n'en demeure pas moins que la dette accumulée chaque trimestre par ce pays prouve que le revenu du capital possédé à l'extérieur, quelle que soit la mesure exacte de ce capital, est au total largement insuffisant pour financer ses dépenses à l'extérieur.

Une seconde thèse reconnaît l'existence du déficit, mais cherche à en expliquer la permanence par le comportement des pays excédentaires, Chine et Japon en particulier. Pour maintenir leur capacité d'exportation, ces pays fournissent aux États-Unis les capitaux nécessaires pour éviter une appréciation de leurs monnaies. Un parallèle peut alors être établi avec le régime de change fixe de Bretton Woods. Ces pays avaient progressivement rétabli leur balance commerciale puis dégagé des surplus d'exportation qui alimentaient une augmentation de leurs réserves en dollars. Ce rapprochement souligne correctement l'intérêt stratégique des pays d'Asie à maintenir le taux de change de leurs monnaies dans un rapport favorable avec le dollar. Mais, à la réflexion, on voit bien que cette analogie laisse entière la question essentielle : parlons-nous, en établissant cette comparaison, de Bretton Woods tel qu'il fonctionnait dans les années 1950 ou même 1960 ? Ou bien, sommes-nous déjà au début des années 1970, à quelques trimestres de la date fatidique qui allait voir l'effondrement de l'étalon-dollar ? Bref, ces théories sont élégantes mais aboutissent à une impasse.

C'est Alan Greenspan qui, comme souvent, a précocement donné l'interprétation la plus poussée (et la plus rassurante) des mécanismes qui répondaient de manière souple et régulière aux besoins de financement américains. Il fallait, expliquait-il, se référer aux progrès de la globalisation : la libéralisation des marchés de capitaux a transformé la gestion de l'épargne à l'échelle mondiale en mettant fin, ou au moins en atténuant considérablement, le déterminisme ancien liant une épargne nationale à des investissements locaux. Ce facteur, que les économistes appellent un « biais domestique », a longtemps entravé la diversification des portefeuilles, un objectif qu'il est devenu beaucoup plus facile d'atteindre grâce aux effets de la déréglementation et de l'innovation financières sans oublier, bien sûr, le progrès des techniques (technologies de l'information et télécommunications).

Ces deux tendances auraient eu pour effet de faire naître une véritable classe d'investisseurs internationaux. Les opportunités offertes à la gestion de l'épargne mondiale expliquent que l'on observe aujourd'hui une bien plus grande « dispersion des balances courantes » (entendons, concrètement, le déficit américain et ses contreparties) : avant ces transformations, ne serait-ce qu'il y a dix ans, il est clair qu'un déficit de l'ampleur de ceux que nous avons constaté récemment n'aurait pas

pu être financé. L'actuel président de la Federal Reserve (Fed), Ben Bernanke, universitaire renommé, a complété cette thèse en soutenant que le rôle des États-Unis dans l'économie contemporaine était d'absorber le gigantesque excès d'épargne engendré par le reste du monde, la Chine, le Japon bien sûr mais aussi l'Allemagne et, plus récemment, les pays exportateurs de pétrole. Pourquoi ces pays ont-ils des comportements d'épargne aussi prudents ? Dans une optique de long terme, l'argument essentiel en faveur de l'épargne, c'est le vieillissement des populations qui place la société et le gouvernement devant le défi de dépenses de retraite et de santé non financées. Cet argument, mis en avant par Richard Cooper, est très puissant et il a des conséquences fondamentales puisque ces forces étant à l'œuvre pour une période longue, on comprend pourquoi les prédictions alarmistes ont été régulièrement démenties. Encore faut-il comprendre, dans cette hypothèse, pourquoi l'épargne-retraite mondiale s'investit prioritairement en dollars.

*UNE MONNAIE DE RÉSERVE :  
CONDITION DE SUCCÈS DU MODÈLE AMÉRICAIN*

204

Pour éclairer le paradoxe de ce déficit durable, qui n'a pas provoqué plus tôt la réaction des changes à laquelle on s'attendrait, il faut revenir au statut du dollar comme monnaie de réserve. Ce statut crée une première asymétrie par rapport aux autres monnaies : le volume des contrats commerciaux libellés en dollars, la liquidité élevée des placements financiers en dollars et la sécurité des réserves officielles en dollars font que le déport vers d'autres monnaies comme l'euro est nécessairement lent et se heurte à bien des obstacles ; les économistes disent qu'il y a imparfaite substituabilité des actifs. Une seconde asymétrie tient à la particularité du bilan externe des États-Unis où les actifs sont libellés en monnaies diversifiées (pensons aux investissements des multinationales par exemple en Europe) et une dette exprimée en dollars (titres publics et privés de toutes sortes).

Ces deux mécanismes permettent de comprendre pourquoi l'ajustement des taux de change est progressif, mais pourquoi il doit néanmoins se produire. L'affirmation suivant laquelle les États-Unis pourraient accumuler des déficits sans fin du fait de son « attractivité » omet tout simplement les conséquences inévitables de l'accumulation illimitée des dettes externes (en langage théorique, la contrainte intertemporelle de budget). Soit, par exemple, une hausse durable de la demande internationale d'actifs en dollars, c'est-à-dire, pour parler plus simplement, la hausse de l'excédent commercial chinois. Cela entraîne, comme on l'enseigne dans les manuels, une appréciation initiale de la monnaie

américaine et un déficit courant, c'est bien ce que l'on a vu au tournant du siècle, mais on n'échappe pas, à terme, à une dévaluation progressive pour financer les intérêts sur la dette. Le degré de substituabilité entre le dollar et d'autres monnaies intervient parce qu'il affecte la vitesse des évolutions, c'est-à-dire le rythme de la dévaluation, mais pas le régime stationnaire, c'est-à-dire le niveau de la dévaluation. On comprend aisément que ce mouvement soit d'abord lent, puisque tous les paramètres de décision liés aux performances antérieures de l'économie sont encore présents dans les esprits, et qu'il puisse s'accélérer lorsque la réalité des faits s'impose et modifie les comportements. Un ajustement lent et progressif, soit, mais finalement, ce statut de monnaie de réserve est-il remis en cause ?

Certains, n'hésitant pas devant les extrapolations audacieuses, imaginent déjà, à un horizon non précisé, la monnaie chinoise comme un substitut possible au dollar : je considère qu'il s'agit, à ce jour, de science fiction. Le yuan n'a pas les attributs d'une telle monnaie et les autorités chinoises n'ont, sagement, fait qu'évoquer en mars 2009, l'hypothèse bien peu plausible d'une monnaie supranationale, une sorte d'esperanto monétaire manifestement sans avenir réel. On pourra aussi se remémorer les prédictions faites au tournant des années 1990 concernant le rôle du yen. Non seulement elles ont fait long feu, mais, de plus, la puissante économie japonaise qui appuyait cette monnaie a traversé depuis une vallée d'épines qui a réduit son influence en matière économique internationale. Reste le face à face du dollar et de l'euro.

Invité à l'occasion d'une conférence célébrant le 5<sup>ème</sup> anniversaire du lancement de l'euro, Alan Greenspan avait, avec grâce, rendu hommage aux différents atouts de la monnaie européenne qui en faisaient une monnaie de réserve internationale potentielle. Il avait pris soin de ne pas cacher qu'à ses yeux, cela ne se concrétiserait que dans un futur lointain. Il faut dire qu'à l'époque, en 2004, le dollar était déjà en recul, le besoin de financement externe des États-Unis croissant chaque trimestre, si bien qu'Alan Greenspan, *Chief Marketing Officer* du modèle américain, avait pour mission première d'expliquer que le dollar restait la monnaie de réserve incontestée. Les choses ont sans doute évolué un peu plus vite qu'il ne l'escomptait, même si le poids relatif des deux monnaies n'évolue que très progressivement. Depuis des années, la part de l'euro atteint la moitié des encours obligataires émis sur les marchés internationaux et les banques centrales détiennent désormais leurs réserves en dollars pour un peu plus de 60 % et en euros pour un peu moins de 30 %. L'avantage du dollar est encore net, mais il s'est significativement réduit puisque les proportions en 2002 étaient plutôt 70/20. Comment qualifier avec précision ces évolutions ?

D'abord, ce changement est trop faible pour qu'on puisse d'ores et déjà voir dans l'euro un rival bien établi du dollar. Il a d'ailleurs fallu trois décennies et deux guerres mondiales pour que le dollar prenne le pas définitivement sur la livre sterling. Après la Première Guerre mondiale, le dollar représentait 30 % et la livre encore 60 % des réserves mondiales, de même d'ailleurs qu'à la fin des années 1930. Pendant toute cette période, les États-Unis ont certes été des acteurs souvent déterminants, tandis que la Grande-Bretagne faisait face à d'immenses difficultés limitant son influence financière et politique (pensez à la question des réparations et des dettes de guerre allemandes). Un historien économiste a qualifié cette relation en disant « que la livre ne pouvait plus et que le dollar ne voulait pas encore être le pivot du système monétaire international ». Mais une monnaie de réserve ne perd pas son statut du jour au lendemain. Aujourd'hui, la monnaie européenne, qui n'est en particulier l'expression d'aucun pouvoir politique, est loin d'être un substitut au dollar. En revanche, et c'est presque aussi important, la montée en régime de l'euro signifie clairement que la substituabilité entre les deux monnaies a nettement progressé.

### *LE MODÈLE AMÉRICAIN JUGÉ*

*PAR LES INVESTISSEURS INTERNATIONAUX*

206

Prolongeant l'analyse, on peut conclure que la ligne de défense qui avait rendu le dollar si attractif durant la seconde moitié de la décennie 1990 et qui avait ainsi interrompu le recul amorcé depuis 1971 s'est, après 2002 et à nouveau après 2007, significativement affaiblie. Une plus grande substituabilité des monnaies, cela signifie concrètement un regard plus exigeant des investisseurs internationaux sur leur gestion comparée. Désormais, les flux de capitaux internationaux réagiront plus vite et plus fort à des différentiels de taux d'intérêt ou, comme depuis l'été 2007, à des informations nouvelles sur la santé des systèmes financiers. De ce fait, il n'est pas excessif de dire que la mondialisation financière est entrée dans une nouvelle phase. L'existence de deux vraies monnaies internationales, même si leur statut n'est pas identique, connecte réellement les marchés financiers mondiaux en ouvrant des possibilités d'arbitrage beaucoup plus aisées aux investisseurs internationaux. La globalisation à l'heure du dollar-roi, c'était un peu le « fordisme » à l'heure d'André Citroën : « Vous pouvez choisir la couleur de votre voiture à condition qu'elle soit noire ». On en était là en matière de placements internationaux. Mais c'est fini, les investisseurs ont acquis la possibilité de choisir la couleur de leurs placements internationaux et cela change tout, pour les États-Unis et pour le monde. La conséquence majeure en est en effet une interdépendance accrue des politiques

monétaires qui limite la possibilité pour chaque banque centrale de prendre ses décisions sur la base de critères et d'objectifs purement nationaux.

La phase la plus récente de recul du dollar, de l'été 2007 à l'été 2008, le démontre clairement. La crise financière a accéléré et amplifié un changement de comportement des investisseurs internationaux qui arbitrent désormais leurs placements en demandant tout simplement un rendement compétitif au dollar. On en a vu la trace à deux reprises en 2008. Au printemps d'abord, la Fed n'a pas hésité à utiliser agressivement l'arme des taux d'intérêt pour rétablir la situation du secteur financier semant ainsi le doute sur sa volonté de contenir les pressions inflationnistes. Face au recul accéléré du dollar, le secrétaire au Trésor et le président de la Fed ont tous deux énergiquement cherché à rassurer les investisseurs internationaux en réaffirmant (avec plus de vigueur qu'en d'autres circonstances) que la lutte contre l'inflation ne serait pas sacrifiée sur l'autel des difficultés économiques du moment. À la fin de l'été, ensuite, il est plus que probable que la garantie explicite accordée par le Trésor aux titres émis par Fannie Mae et Freddie Mac répondait aux préoccupations d'investisseurs étrangers, asiatiques en particulier, massivement exposés au risque de dégradation du papier et par-dessus tout désireux de ne pas avoir à reconnaître des pertes sur ces actifs. La presse financière s'est alors faite l'écho de « contacts quasi quotidiens » entre le secrétaire au Trésor et les membres de son administration avec leurs homologues chinois. L'administration américaine craint plus que tout un changement de stratégie des autorités chinoises dans la gestion de leur portefeuille d'actifs internationaux. L'intervention du gouvernement fédéral pour sauver le système financier provoque des besoins de financement très sensiblement accrus et il fait peu de doutes que les autorités américaines ont clairement pour objectif de démontrer que les États-Unis restent un endroit attractif pour investir.

Tout cela contient une part de vérité, diront certains, mais c'est excessif : n'a-t-on pas vu, ensuite, en quelques lois un recul de l'euro aussi net que l'ascension qui l'avait propulsé en un an à un sommet ? Regardons cela de plus près en nous concentrant comme précédemment sur le dollar. Après son point bas historique mi-2008, son rebond au début de l'automne a été aussi violent qu'inattendu ; son appréciation en octobre est même la plus forte recensée en un mois depuis l'origine des changes flottants. Que reflète cette période d'intense volatilité des marchés des changes ? L'argument consistant à faire du dollar une valeur-refuge a beaucoup servi, mais il doit être reçu avec beaucoup de prudence dans un contexte marqué par le délabrement angoissant de pans entiers du système financier américain. La hausse du dollar n'a évidemment rien à voir non plus avec un sentiment redevenu

soudainement positif sur les perspectives du modèle américain, bien au contraire. Un moindre attrait de l'euro, consécutif à une baisse des perspectives de croissance, a pu jouer, mais l'ordre de grandeur n'y est pas.

Il est finalement bien préférable de voir dans l'appréciation inattendue du dollar l'un des effets, certes paradoxal, de la crise financière : cette hausse résulte principalement, semble-t-il, d'un retour de capitaux massif consécutif à la réduction accélérée de l'effet de levier provoqué par la brutale augmentation de l'aversion au risque qui a suivi la faillite de Lehman. Dans la période précédente, beaucoup de positions avaient été financées par endettement dans les monnaies à taux faible, yen et dollar. Ultérieurement, la recherche frénétique de la liquidité, celle qui a également suscité les ventes massives observées sur les marchés actions, aurait poussé certaines classes d'investisseurs à dénouer leurs positions, en particulier sur les marchés émergents, d'où l'abondance soudaine de la demande de dollars.

La volatilité observée sur le couple euro-dollar au second semestre 2008 a donc des causes identifiées et temporaires. Une fois ces ajustements effectués, les forces gouvernant l'avenir du dollar sont celles antérieurement examinées. L'ampleur des besoins de financement externes et la perte d'attractivité du dollar compliqueront considérablement les efforts du Trésor et de la Fed au moment où des risques de plus en plus sérieux pèsent sur la croissance et l'emploi, en particulier à la suite d'une campagne électorale marquée par l'attente très claire et très forte du corps électoral de voir Washington sortir l'économie de l'ornière où l'a enferrée Wall Street. Il pourrait en résulter une expérience traumatisante pour l'Amérique confrontée à un possible conflit d'objectifs : soutenir l'emploi et attirer les investisseurs internationaux. On ne peut exclure que la Fed elle-même s'avère demain ne plus être en situation de sauver un autre pan du système financier ; ce serait une dramatique déconvenue pour les marchés financiers habitués, depuis Alan Greenspan, à la toute puissance de la Fed ! Ces arbitrages difficiles se feront enfin dans un contexte où la politique monétaire et le taux de change sont de plus en plus inextricablement liés : le comportement des autorités monétaires est désormais jaugé en permanence à l'échelle mondiale.

Les fluctuations du dollar sont bien le reflet de la versatilité du modèle américain. L'enthousiasme général pour « l'attractivité » de l'Amérique à la fin de la décennie 1990 n'a eu qu'un temps. Contrairement à ce qui a été trop longtemps propagé, la réalité de long terme est une tendance baissière qui s'explique naturellement par l'affaiblissement

des paramètres fondamentaux concernant l'insertion internationale de l'économie américaine : le commerce extérieur, les actifs nets détenus à l'étranger, les revenus tirés du reste du monde. Mais à cela se superpose une capacité de réaction sans égale qui conduit la planète entière à « acheter », à intervalles réguliers, la conviction que l'Amérique a repris la course en tête en matière d'innovation, de croissance et de profitabilité. Nous avons depuis quinze ans traversé un cycle complet (surestimation grossière des vertus du modèle américain, puis retour aux réalités et méfiance vis-à-vis du dollar) qui se termine dans le fracas de la crise financière. Dans ce contexte, le scénario central est le retour à la dépréciation du dollar à laquelle tout concourt : la médiocrité des perspectives de croissance, la perpétuation d'un déficit très important de la balance des paiements, l'accumulation des engagements de l'État fédéral luttant, par paquets de 700 Md\$, sur tous les fronts de la crise financière et économique.

Cela dit, l'élection présidentielle 2008 s'est déroulée sur la toile de fond d'une crise économique très menaçante et le président élu a été porté à la Maison Blanche avec un mandat assez clair qui, d'une certaine manière, lui impose d'inventer la nouvelle étape du modèle américain. Une chose est sûre, ce pays a la volonté et l'énergie nécessaires pour sortir du marasme ; mais où sera le moteur de la croissance future ? L'Amérique peut-elle se « réindustrialiser » ? Comptera-t-elle alors sur un dollar faible comme en 2007-2008 ? Se laissera-t-elle aller à quelques tentations protectionnistes ? Doit-on croire aux prédictions décrivant une croissance respectueuse de l'environnement comme une « nouvelle frontière » capable d'amorcer le prochain cycle long ? Pourquoi pas. Mais l'élément nouveau, c'est aussi que le financement externe pèse désormais comme une épée de Damoclès sur les décisions des autorités américaines et limite leur autonomie de décision. L'avenir du dollar sera demain le reflet d'un nouveau modèle, en cours d'invention, et dépendra, à ce titre, du regard des investisseurs internationaux autant que du rôle que lui fera jouer la politique économique. Une fois de plus, nous entrons dans des mers inexplorées.

