

LE DOLLAR AMÉRICAIN ET SON RÔLE DANS L'ORDRE MONÉTAIRE INTERNATIONAL

MICHAEL BORDO *
HAROLD JAMES **

Ces derniers mois, depuis l'irruption d'une nouvelle phase de la crise financière d'août 2008, les marchés des changes ont assisté à un étrange phénomène. Au milieu d'une crise qui n'a pas d'équivalent dans l'histoire contemporaine et qui a pris naissance avec les difficultés du marché hypothécaire américain, il n'y a eu aucune attaque spéculative contre le dollar. Pour ceux qui se targuent aujourd'hui de prescience dans la prédiction du bouleversement financier, ceci est particulièrement difficile, car l'effondrement du dollar en raison des impossibles « déséquilibres globaux » était au centre de l'argumentation de commentateurs pessimistes comme Nouriel Roubini ou Kenneth Rogoff.

Le phénomène peut tout simplement s'expliquer par une fuite vers la sécurité, en ce que le marché américain paraît plus stable et politiquement plus sûr, mais aussi en raison de la présence d'une aide importante du gouvernement fédéral aux institutions financières, plus facilement accessible qu'en Europe, où il existe des confusions sur les responsabilités de l'Union européenne et des autorités nationales, ou que dans des pays plus petits comme l'Islande, la Suisse ou même le Royaume-Uni, où faire face aux difficultés des banques s'est avéré plus difficile en raison des tailles respectives du secteur financier et de l'économie tout entière. En conséquence, certains commentateurs décrivent le dollar comme un « sourire », en ce sens qu'il apparaît quand

171

* Professeur d'économie, Rutgers University ; National Bureau of Economic Research (NBER).

** Professeur d'histoire et d'affaires internationales, Princeton University.

les nouvelles économiques et financières sont très bonnes ou très mauvaises, mais reste plus vulnérable lorsque les nouvelles sont plus mitigées, et que l'économie mondiale, dans son ensemble, se porte plutôt bien.

Le « sourire » du dollar peut-il persister ? Particulièrement dans les périodes de nouvelles mitigées, il est tentant de se référer aux leçons de l'histoire de la transition d'un régime monétaire à un autre. La comparaison la plus frappante est celle dans laquelle la livre a été remplacée par le dollar au XX^{ème} siècle. Il n'est pas étonnant que l'histoire de la livre constitue une espèce de *memento mori*, ce crâne que les dirigeants médiévaux gardaient devant eux pour se rappeler la brièveté et la fragilité de la condition humaine. Après la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis étaient manifestement une économie plus puissante que la Grande-Bretagne.

ALARMISME SUR LE DOLLAR

Le dollar américain a joué un rôle central dans les Accords de Bretton Woods, mais il est aussi resté, d'une manière remarquable, au centre des opérations mondiales de l'après-Bretton Woods. Depuis le début des années 1960, des alarmistes ont estimé que la situation des États-Unis dans le système monétaire international n'était pas durable. L'un des premiers à sonner l'alarme fut Palyi (1961). Vers le milieu des années 1960, l'économiste français Jacques Rueff a repris ce thème et a insisté auprès du général de Gaulle sur la gravité de la situation. Les critiques du général de Gaulle à l'encontre des États-Unis étaient une version peu actuelle des idées européennes que l'on aurait pu énoncer n'importe quand pendant les quarante dernières années : « Le fait que beaucoup de pays acceptent, par principe, des dollars au même titre que de l'or pour les règlements internationaux, qui existent à leur profit dans la balance des paiements américaine, entraîne les Américains à s'endetter gratuitement vis-à-vis de l'étranger, car ce qu'ils lui doivent ils le lui paient, tout au moins en partie, avec des dollars qu'il ne tient qu'à eux d'émettre. Étant donné les conséquences que pourrait avoir une crise dans un pareil domaine, nous pensons qu'il faut prendre à temps les moyens de l'éviter »¹. Ces critiques du rôle des États-Unis ont été reprises dans le milieu des années 1980 et à nouveau au tournant du siècle. Elles viennent généralement de personnes qui doutent que les valeurs américaines puissent inspirer un monde globalisé.

Une critique fréquente, notamment exprimée par les responsables français vers la fin du régime de Bretton Woods, était de dire que le monde utilisait « une horloge détraquée » comme étalon et serait bien

mieux avisé d'utiliser une unité de valeur plus constante et plus fiable, telle que l'or. La politique monétaire américaine était considérée comme étant intrinsèquement inflationniste parce que - notamment sous les présidents Johnson et Nixon - la Banque centrale était soumise à des pressions politiques trop nombreuses et trop visibles. Vers la fin des années 1960, l'or semblait, en effet, être un meilleur étalon de réserve et de mesure de la valeur que les monnaies de papier, pour lesquelles les pressions politiques semblaient entretenir une forte inflation endémique avec une tendance vers des niveaux encore plus élevés. Mais à partir des années 1980, les banques centrales ont commencé à mieux comprendre la politique monétaire et l'on prit mieux conscience des avantages qu'il y avait à protéger les banques centrales des pressions politiques qui les poussaient à la faute. Le nouveau consensus politique a réduit les niveaux de l'inflation mondiale et le papier est apparu plus stable que l'or et l'argent, aujourd'hui largement démonétisés et dont les prix fluctuent fortement. En outre, dès le début du XX^{ème} siècle, certains auteurs, comme l'économiste allemand Karl Helfferich, étaient parvenus à la conclusion que le papier pouvait être plus stable qu'une matière première comme un métal précieux, dont le prix pouvait être affecté par la possibilité de nouvelles découvertes.

Après l'effondrement du régime des taux de change fixes en 1971-1973, il n'y eut aucune obligation légale à définir la valeur des devises par rapport au dollar. Depuis, chaque décennie a vu apparaître de nouvelles inquiétudes sur la situation américaine et sa prétendue instabilité intrinsèque. Au début, le taux de change du dollar est resté (principalement pour des raisons commerciales) un grand sujet de préoccupation. Le président français, Valéry Giscard d'Estaing, au premier sommet économique de Rambouillet en 1975, a critiqué les taux de change flottants comme une idée « décadente » qui mettait à mal les étalons monétaires (Triffin, 1988, pp. 41-43 ; James, 1996). À la fin des années 1970, la persistance d'une forte inflation aux États-Unis et de la faiblesse du dollar a été un facteur décisif dans la volonté des dirigeants français et allemands de faire avancer l'intégration monétaire européenne. Dans le milieu des années 1980, le niveau élevé du dollar (à la suite de la conjonction d'une politique monétaire anti-inflationniste et d'une politique budgétaire expansionniste) a fait craindre à d'autres pays que le système politique américain réponde à la perte des emplois par des mesures protectionnistes. Cette préoccupation a permis aux États-Unis d'obliger d'autres économies à « s'ouvrir » (ou à se « libéraliser »), notamment le Japon, mais aussi l'Europe Occidentale. En 1988, Triffin a réitéré cette critique des « fantastiques déficits et importations de capitaux par les États-Unis »,

qu'il jugeait « à la fois non durables et inacceptables » et a relancé l'idée d'une comptabilité parallèle libellée en écus. Au début des années 1990, Lawrence (1994) a annoncé « la fin du rêve américain » en raison de la baisse de la productivité du travail. La naissance de l'euro en 1999 et son appréciation constante contre le dollar à partir de l'année 2000 ont suscité une nouvelle vague de pessimisme envers le dollar.

En réalité, le monde est resté un système fondé sur le dollar, en partie parce que les États-Unis représentent toujours le plus grand marché unique du monde et peut-être parce que pour cette raison, la plus grande partie des prix des matières premières sont cotés en dollars, et que donc il existe une évidente raison pour que de nombreux pays continuent de détenir des réserves en dollars. En réalité, la part du dollar dans les réserves mondiales qui était tombée de 73 % en 1978 à moins de 50 % à la fin des années 1980 est remontée à un plus haut de 71 % en 1999-2001, avant une petite baisse à 66,5 % en 2005 et 63,8 % au troisième trimestre 2007 (FMI, 2007 ; Woolridge, 2006). Une bonne partie de ces variations représente, en réalité, les effets des fluctuations du dollar depuis sa hausse dans les années 1990 et sa baisse par la suite, plutôt que des choix de gestion de portefeuilles, même lorsque le cours du dollar a baissé rapidement comme il le fit dans le courant de 2007. Les conclusions d'une telle analyse sont rassurantes en ce qui concerne la situation du dollar à plus long terme.

Il y a deux principales raisons à la force du dollar :

- la politique d'autres pays ;
- et l'attrait inhérent du dollar en tant que « valeur-refuge ».

PROMOTION « MERCANTILE » DES EXPORTATIONS

Le fait que les États-Unis ont été le plus important marché du monde a incité d'autres pays, qui souhaitaient s'industrialiser par le développement de leurs exportations (et qui voyaient aussi l'exportation comme un important moteur à la création d'emploi), à maintenir leur devise sous-évaluée par rapport au dollar, afin de rendre leurs exportations plus attrayantes. Ces pays connaissaient une importante inflation par les prix, qui était souvent, à tort ou à raison, imputée à une inflation importée du système monétaire international. Ils auraient pu avoir une plus grande stabilité des prix, mais cela aurait exigé une appréciation de leur monnaie. Le choix de ne pas s'y résoudre impliquait de renoncer à une part de la nouvelle prospérité de l'après-guerre et notamment l'occasion d'acheter à bon marché des produits étrangers et de stimuler l'économie de consommation. C'est la politique suivie par l'Allemagne et le Japon dans les années 1960. Le maintien de taux de

change bas a également été un outil en faveur du développement dans les pays émergents d'Asie. Dans le milieu des années 1980, à la suite de son énorme excédent commercial, les États-Unis ont reproché à la Corée du Sud d'avoir artificiellement sous-évalué le won pour favoriser ses exportations. Plus récemment, la question de l'ancrage du renminbi chinois a été encore plus acrimonieuse. Il en est résulté une expansion de l'excédent commercial chinois avec les États-Unis, qui aurait pu être réduit si l'on avait laissé s'apprécier le renminbi².

La Chine a accumulé des réserves à un rythme de plus en plus rapide : 200 Md\$ par an. En 2001, le chiffre était de 219 Md\$, il est passé à 412 Md\$ en 2003, 826 Md\$ en 2005 et 1 046 Md\$ en 2006. Ces réserves sont principalement détenues en dollars et s'il y a des signes que la People's Bank of China préférerait un portefeuille plus équilibré, elle est paralysée par le fait que toute importante liquidation de ses actifs provoquerait une chute du dollar et des pertes importantes pour tous les détenteurs d'actifs en dollars. Il ne serait cependant pas surprenant que la Chine et d'autres importants détenteurs d'actifs en Asie et au Moyen-Orient cherchent à investir dans d'autres valeurs que le dollar. Dans ce domaine, l'un des scénarios est qu'ils se tournent de plus en plus vers l'euro.

Il existe cependant d'autres possibilités intéressantes que des obligations libellées en euros, qui n'entraîneraient pas un aussi important abandon du dollar. Une nouvelle génération d'analystes a convaincu les banquiers centraux qu'ils peuvent désormais agir plus agressivement et davantage comme des institutions financières normales, commerciales (ce que les banques centrales faisaient au XIX^{ème} siècle). Une autre stratégie serait que les réserves traditionnelles en dollars soient donc une diversification des banques centrales en faveur de portefeuilles plus diversifiés. De nombreuses banques centrales ont discrètement commencé à expérimenter dans ce domaine, mais l'acquisition en mai 2007 d'une participation de 9,9 % dans le fonds américain Blackstone pour 3 Md\$ par la People's Bank of China marque un tournant important dans la gestion de leurs réserves par les banques centrales.

Jusqu'à présent, le choix du dollar (du point de vue de l'accumulation des réserves) a été largement motivé par l'intérêt personnel plutôt que par des pressions extérieures. Mais la question se pose : dans quelles circonstances la perception de son propre intérêt (en dehors des États-Unis) peut-elle changer ? La question sera de savoir pendant combien de temps les États-Unis continueront d'être considérés, par une vaste majorité, comme un pays stable avec des droits de propriété garantis et qui peut, par conséquent, servir de « refuge » dans les moments de stress géopolitique et économique.

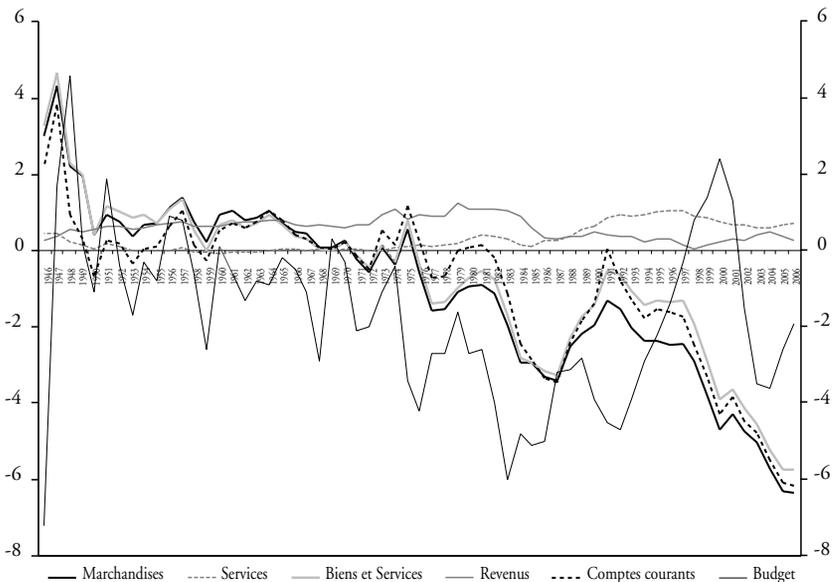
LES ÉTATS-UNIS ET LA SÉCURITÉ

Nous pouvons considérer l'évolution à long terme de la balance des paiements courants américains comme guidée par d'importants investissements de résidents étrangers, de sociétés et même d'États, de plus en plus désireux d'acheter des actifs américains, principalement en raison de la plus grande sécurité que présentent les États-Unis.

La situation des comptes courants américains montre une modification de long terme. En 1946, ils enregistraient un excédent représentant 3,9 % du PIB, avec un excédent commercial de 6 697 M\$ et des services (hors défense) de 1 043 M\$. Les États-Unis avaient alors une forte position créditrice dans l'économie mondiale, qui est devenue encore plus importante au cours des trente dernières années quand les sociétés américaines ont déversé des investissements dans le monde entier et ont transformé les économies d'Europe Occidentale et du Japon. Les revenus nets des investissements en 1946 s'élevaient à 560 M\$. En 1971, lorsque le système monétaire international construit autour des taux de change fixes (Bretton Woods) s'est effondré, les comptes courants étaient tombés à un petit déficit représentant 0,1 % du PIB, avec un déficit commercial de 2 260 M\$ un petit excédent de la balance

176

Graphique 1
Situation du budget et des comptes courants américains
de 1946 à 2006



Source : données calculées selon celles provenant de *Economic Report of the President*, 2007.

des services et de très importants revenus des investissements réalisés à l'étranger au cours des vingt années précédentes (7 272 M\$). En 1985, lorsque des conditions monétaires strictes combinées à un déficit budgétaire considérable ont propulsé le dollar à ses sommets, un important déficit des comptes courants de 118 155 M\$, soit 2,8 % du PIB, a été enregistré, ainsi qu'une poussée des gains des investissements (25 723 M\$). C'est à ce moment que les États-Unis sont devenus débiteurs nets et l'un des principaux destinataires des flux de capitaux étrangers, mais les revenus des investissements sont restés très importants tout au long des années 1990, alors que la position débitrice des États-Unis se creusait.

Les importants mouvements de capitaux qui ont soutenu le dollar dans les années 1990 et 2000 ne sont qu'en partie la conséquence des politiques de réserve de la Banque centrale de Chine et d'autres pays asiatiques. Ces flux présentent une énigme. Habituellement, la plupart des économistes pensent que les flux de capitaux vont des pays riches vers les pays pauvres dans lesquels il existe un plus grand potentiel de rattrapage technologique. Si de tels flux étaient caractéristiques des années 1970, ils ne se sont pas produits (sur une base nette) quand a vraiment commencé l'ère de la mondialisation moderne dans les années 1980. Vers le milieu des années 1980, les États-Unis sont devenus un débiteur net (comme ils l'étaient avant la Première Guerre mondiale) ; et vers l'an 2000, les États-Unis représentaient près des trois quarts des importations de capitaux du monde (les autres grands emprunteurs étant le Royaume-Uni et l'Australie).

Les vastes flux, apparemment illogiques, de capitaux aux États-Unis étaient initialement expliqués par de nombreux analystes comme une réponse idiosyncrasique à la crise de la dette sud-américaine du début des années 1980, qui avait semblé inverser la direction des flux de capitaux.

Par la suite, d'autres raisons, essentiellement de court terme, ont été avancées : l'attrait du marché boursier américain, puis la bulle immobilière. Ils reflétaient également des flux massifs de capitaux privés : dans les années 1990, apparemment en réponse à l'effervescence du marché boursier américain, mais aussi en raison de la préférence de certains investisseurs pour la sécurité. Le phénomène existe depuis une période relativement aussi longue (plus de vingt ans) que l'on peut lui chercher une explication structurelle, plutôt que de se contenter d'un enchaînement d'événements plus ou moins aléatoires. La tendance de long terme des États-Unis à la fin du XX^{ème} siècle à importer des capitaux pourrait s'expliquer soit par des facteurs d'offre (changements dans l'offre mondiale d'épargne à la suite d'un

développement plus répandu en dehors des pays industrialisés traditionnels) ou par des facteurs de demande (pourquoi les États-Unis semblent-ils si attractifs ?).

D'abord, l'offre d'épargne : le montant des sommes qui peuvent être déplacées internationalement a augmenté à la suite de l'émergence de nouveaux acteurs dans l'économie mondiale. Dans les années 1990, le volume de l'épargne mondiale a augmenté spectaculairement, ce qui a amené certains responsables politiques influents à parler d'un excès d'épargne mondiale susceptible de faire baisser de manière permanente le coût des emprunts³. Les nouveaux pays industrialisés (NPI) asiatiques (Taiwan, Singapour, Corée) ont connu une baisse de leur taux d'épargne dans les années 2000, mais ceci a été compensé par une baisse des investissements, et les sorties de capitaux ont continué. Pour les NPI, le taux d'épargne de 1990 à 2000 a été de 33,5 % du PIB ; en 2006, il était de 31,3 %. Mais les pays aux revenus moins importants (les pays asiatiques « en développement ») ont fortement augmenté leur épargne : de 32,9 % à 42,2 %. Notamment les pays à croissance rapide, mais politiquement instables et peu sûrs, ont enregistré des augmentations spectaculaires de leur taux d'épargne, parce que les citoyens étaient inquiets de l'avenir et ne pouvaient pas compter sur des stabilisateurs sociaux dans leur pays. En l'absence du filet de sécurité des retraites nationales, d'un système de santé et de l'aide aux personnes âgées, et avec des marchés financiers sous-développés qui compliquent le lissage de la consommation, les citoyens ne pouvaient se fier qu'à eux-mêmes. Avec les progrès de la croissance, le développement de la finance et de nouvelles fonctions assurées par l'État, le taux d'épargne diminuera, mais cette évolution se fera sur le très long terme. Le cas le plus exemplaire est celui de la Chine où, alors qu'en chiffres absolus la consommation a augmenté, le taux de consommation a baissé alors que les revenus ont augmenté ; en 2005, les ménages chinois ont consommé moins de 40 % du PIB et leur taux d'épargne a augmenté de plus en plus (près de 30 %). Avec des taux d'épargne également élevés du gouvernement et des entreprises, on se retrouve avec des montants considérables de capitaux en quête de sécurité. Mais la poussée de l'épargne et l'excédent de la balance courante qui l'accompagne ne sont pas une particularité chinoise, on peut l'observer dans la plupart des pays d'Asie, d'Asie du Sud et du Moyen-Orient. Pour le Moyen-Orient, le taux d'épargne est passé de 24,2 % dans les années 1990 à 40,4 % en 2006. Dans ce cas précis, la hausse des prix pétroliers est responsable de cette poussée de l'épargne ; mais en Asie, elle reflète une combinaison d'une plus forte croissance et de l'augmentation de l'épargne de précaution (FMI, 2007, annexes statistiques, tableau 43).

Maintenant, la demande : l'argent va vers les États-Unis non pas pour de plus hauts rendements, mais en raison de la sécurité qu'offre ce pays. Un détail apparemment saugrenu rend les déficits plus supportables qu'ils ne devraient l'être : le rendement des actifs américains pour les étrangers, le prix payé par les États-Unis pour ses emprunts, est sensiblement inférieur aux rendements perçus par les Américains pour leurs actifs à l'étranger. C'est la raison pour laquelle la balance des investissements reste si étonnamment résiliente et importante. Gourinchas et Rey (2005) ont calculé que pour toute la période 1960-2001, le taux annualisé du rendement des engagements américains (3,61 %) était inférieur de plus de deux points au taux annualisé du rendement des actifs américains (5,72 %) et que, pour la période postérieure à 1973, la différence est encore plus grande : 3,50 % et 6,82 % respectivement⁴. Le différentiel de rendement n'est pas dû à des erreurs de calcul ou à la stupidité des investisseurs étrangers, mais au fait qu'ils achètent la sécurité en échange de rendements inférieurs. Le principal attrait des États-Unis en tant que destinataire des mouvements de capitaux est la profondeur unique de ses marchés (qui apporte une sécurité financière) et la situation du pays en matière de politique et de sécurité. Très peu d'autres pays jouissent de la même réputation que les États-Unis d'être un refuge stable et sûr dans lequel les droits de propriété sont puissamment protégés. C'est pourquoi les entrées de capitaux aux États-Unis peuvent augmenter après des chocs sécuritaires (comme ce fut le cas après le 11 septembre 2001). Hausmann et Sturzenegger (2006) ont cherché à recalculer la situation des actifs américains à l'étranger à la lumière du phénomène des rendements divergents en soutenant que le fait que les rendements sont plus élevés semble indiquer que les actifs américains à l'étranger sont sous-évalués par la comptabilité traditionnelle, et que la différence (qu'ils appellent la « matière noire ») montre que les États-Unis sont encore, en réalité, un important créancier net.

Il y a eu d'autres tentatives pour expliquer le phénomène. Fogli et Perri (2007) ont observé récemment que la volatilité du cycle des affaires aux États-Unis avait sensiblement diminué depuis le début des années 1980 (ce que l'on a appelé « la grande modération ») et que cette baisse n'était pas aussi prononcée dans les autres grandes économies. Une moindre volatilité réduit les incitations à accumuler de l'épargne de protection, ce qui entraîne une baisse de l'épargne et, par voie de conséquence, une détérioration permanente de la balance des paiements qui ne devrait pas être considérée comme maligne. Ils estiment que cet effet représente environ un cinquième de l'actuel déficit extérieur des États-Unis. Cependant, durant la crise financière de 2007-2008, la volatilité a fortement augmenté et si cette situation

devenait permanente, une épargne américaine supplémentaire serait nécessaire pour préserver une position d'équilibre.

Les États-Unis ont besoin de l'entrée des excédents d'épargne extérieurs, en raison d'une baisse spectaculaire du taux d'épargne américain, principalement dans le domaine de l'épargne individuelle. Ici encore, une évolution à relativement long terme est en cours, avec l'épargne individuelle tombant de 10,1 % (au dernier trimestre 1970) à 6,9 % (en 1990), puis une chute beaucoup plus rapide dans les années 1990 (à 1,9 % en 2000) et qui se poursuit dans les années 2000 (0,8 % en 2005)⁵. Encore une fois, la crise financière actuelle pourrait provoquer une augmentation du taux d'épargne qui pourrait réduire le déficit des comptes courants à long terme.

La représentation de la situation des États-Unis comme banquier ou intermédiaire international remonte aux années 1960, lorsque certains économistes américains (Despres, Kindleberger et Salant) ont cherché à montrer que l'apparente détérioration des paiements extérieurs américains était en réalité plus supportable qu'il n'y paraissait. Les États-Unis étaient dans la situation d'une banque, acceptant des dépôts à court terme dont les propriétaires voulaient la sécurité et obtenant un rendement en prêtant ces dépôts à plus long terme et à des emprunteurs plus risqués. Nous avons tendance à faire davantage confiance aux plus grandes banques, car nous pensons qu'elles sont plus à même d'absorber les chocs. Une telle attitude comporte deux types de risque : premièrement, que les prêteurs (déposants) viennent à penser que, d'une certaine façon, les États-Unis sont moins sûrs ; deuxièmement, qu'ils pourraient s'inquiéter de la politique de prêt de la banque et de la solvabilité de ses débiteurs. L'équivalent actuel de l'analogie de Kindleberger *et al.* de 1960 serait que les États-Unis soient l'équivalent d'un *hedge fund* mondial, qui prend des risques ailleurs avec un endettement important en se fondant sur la conviction que le monde dans son ensemble devient plus sûr et que, donc, les primes de risque chuteront sur le long terme. La relation entre l'enrichissement mondial, la paix et la capacité stratégique supérieure des États-Unis a été exposée de manière frappante dans un document de la sécurité nationale de septembre 2002. Inversement, les doutes sur l'image des États-Unis dans le monde depuis 2003 ont contribué à ce que l'Amérique apparaisse moins stable et moins sûre.

La capacité à parier sur l'économie américaine et sur les capacités financières américaines dépend de la perception qu'ont les autres que les États-Unis sont, en effet, stables et que la pacification mondiale est une stratégie qui porte ses fruits. Donc, la capacité des États-Unis à financer ses déficits dépend, au premier chef, du fait que l'on continue de croire

que c'est un pays à forte croissance et à forte productivité, qui est politiquement et militairement sûr.

LEÇONS DE L'HISTOIRE

Après la chute apparemment inexorable du dollar entre 2000 et 2008, et depuis que la zone euro a supplanté les États-Unis en tant que plus grande zone économique mondiale, certains observateurs ont commencé à penser que le monde allait connaître un nouveau séisme monétaire dans lequel l'euro allait prendre le dessus sur le dollar. Cette idée est une exagération et une diversité de devises importante est plus probablement la situation qui découlera des incertitudes actuelles.

Il y a intérêt à repenser plus précisément à la chute de la livre sterling et à son remplacement par le dollar. L'histoire du déclin du sterling va de pair avec la transformation de la Grande-Bretagne de son statut de premier créateur mondial à celui de paria, de débiteur impécunieux. La faiblesse britannique a été causée par le déclin de son taux de croissance économique et la baisse de sa compétitivité. Ce déclin fut ponctué de graves crises politiques, mais ce ne fut pas un mouvement à sens unique. En effet, Eichengreen et Flandreau (2008) ont récemment rappelé que si le dollar a dépassé le sterling dès les années 1920 pour devenir la principale monnaie de réserve dans les années 1930, en grande partie grâce à l'importance croissante de relations à l'intérieur de l'Empire britannique, la livre a fait un sérieux retour et est restée une monnaie de réserve importante jusque dans les années 1960. La longue transition d'une devise centrale à une autre laisse entrevoir la possibilité d'un monde disposant de plusieurs monnaies de réserve. Bien que les années 1920 et 1930 aient été extrêmement agitées, il est également possible d'imaginer des scénarios plus calmes pour l'émergence de ce que John Williams appelait déjà, pendant l'entre-deux-guerres, « des devises clés ».

181

La fin du rôle international du sterling a été provoquée par les coûts énormes des deux guerres mondiales, qui ont contraint la Grande-Bretagne à liquider ses actifs internationaux, et par l'émergence des États-Unis en qualité de principal créateur international. Les deux tournants dans le déclin du sterling furent l'année 1931, la crise dramatique qui força la Grande-Bretagne à abandonner l'étalon-or et la crise politique liée à l'intervention de Suez en 1956.

Que peut-on retenir des leçons du déclin de la devise britannique en ce qui concerne la transformation des États-Unis de sa position de premier créateur mondial à celle de principal débiteur international ? La devise américaine absorbe près des trois quarts des mouvements nets de capitaux. À la différence de la Grande-Bretagne du milieu du

XX^{ème} siècle, qui dépendait de plus en plus de ses possessions impériales pour son crédit, sous la forme de réserves monétaires libellées en livres, les États-Unis attirent les capitaux parce que leur société est innovante et en croissance rapide. Les États-Unis sont également attractifs parce qu'ils paraissent sûrs. Le caractère de « refuge » des flux (financiers) vers les États-Unis explique le paradoxe, fréquemment relevé, qui fait que les étrangers acceptent des taux de rendement sur les investissements aux États-Unis nettement inférieurs à ce qu'obtiennent les résidents américains sur leurs investissements à l'étranger.

La croissance spectaculaire des réserves en Asie et au Moyen-Orient au cours de la dernière décennie a néanmoins agité le spectre d'une humiliation du même genre que celle subie au XX^{ème} siècle par la Grande-Bretagne. Il est possible d'imaginer une combinaison de 1931 et de 1956 provoquant une tempête sur le dollar, mais il est important d'ajouter que nous n'avons jamais rien vu de tel et que cela reste une possibilité lointaine.

Le scénario britannique se déroulait dans le contexte d'une mauvaise performance économique. Au cours des quinze dernières années, les États-Unis ont connu la plus forte croissance de tous les pays industrialisés arrivés à maturité, mais on peut imaginer un ralentissement de la croissance si de mauvais *policy-mix* venaient à être adoptés. Les pressions politiques en faveur de la lutte contre l'immigration, les sauvetages budgétairement expansionnistes de dinosaures industriels, des réglementations financières malavisées et un alourdissement de la fiscalité en raison du sauvetage des banques et du plan de relance proposé par le président Obama pourraient peut-être réduire le taux de croissance à l'avenir et faire chuter les États-Unis de leur piédestal économique.

Une panique comme celle de Suez, une politique étrangère controversée pourraient provoquer une attaque contre le dollar pour des raisons politiques. Dans un scénario à la 1931, les investisseurs seraient convaincus que les pressions politiques à l'intérieur des États-Unis (par exemple, pour prévenir une aggravation du désastre de l'immobilier) vont devenir la clé de la politique de taux d'intérêt et que la politique budgétaire est dominée par le poids du coût massif du renflouement des secteurs financier, industriel et de la consommation. Comme dans la panique britannique de l'entre-deux-guerres, la Banque centrale pourrait être incapable de relever les taux d'intérêt en raison de la crainte des conséquences intérieures négatives. Dans ce cas, la politique monétaire se trouverait dans une situation impossible. Un resserrement aggraverait temporairement la récession et pourrait également peser sur les perspectives à long terme, diminuant le caractère de « refuge » des États-Unis. Il pourrait réduire le niveau de stabilité et

de prospérité qui avait jusqu'alors attiré les investissements. En revanche, un assouplissement stimulerait l'économie, mais réduirait également les rendements, ce qui encouragerait les sorties de capitaux et découragerait les entrées, créant ainsi la possibilité que la dette officielle américaine ne puisse plus être commercialisée et que le déficit des comptes courants ne soit plus financé.

Mais même dans ce scénario très pessimiste, des points d'interrogation subsistent. La crise de la vieille devise est seulement une partie de l'histoire du passage d'une monnaie mondiale à une autre. La phase finale de la chute du sterling a coïncidé avec une hégémonie politique, militaire et économique indiscutée des États-Unis. Il est difficile d'imaginer que les Européens ou les Chinois (dans un avenir encore plus lointain) occupent jamais une telle position.

En tant que monnaie internationale clé, l'euro montre déjà des signes de faiblesse. Les industriels européens se sont plaints quand l'euro a progressé face au dollar. Les responsables politiques (particulièrement en France) réclament une plus grande influence sur la politique monétaire. Pour beaucoup de leurs électeurs, l'euro est devenu l'un des souffre-douleur de la mondialisation. Comme l'euro est une devise beaucoup plus jeune que ne l'était le dollar en 1944 et qu'il existe dans un espace politique où les structures de gouvernance de la nouvelle monnaie ne sont pas clairement définies, les enjeux intérieurs ou européens sont prépondérants. Il en va de même des enjeux extérieurs et géopolitiques. Le dollar est devenu la principale devise en 1944 parce que les États-Unis étaient devenus la principale puissance, à la fois sur le plan économique et militaire. En 2008, une nouvelle devise pourrait poser des problèmes au reste du monde. Dans les premières années après la Seconde Guerre mondiale, les sceptiques s'inquiétaient d'une « pénurie de dollar » permanente. Le monde ne serait pas en mesure de se procurer suffisamment de dollars pour payer les produits américains qui étaient désirés ou nécessaires (à l'époque des machines-outils, des produits mécaniques et des produits alimentaires). Pour ces raisons, des économistes, comme Thomas Balogh, ont craint que le dollar, dans son nouveau rôle de devise hégémonique, n'impose une déflation au reste du monde. À la différence de la Grande-Bretagne, après la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis sont indiscutablement la seule superpuissance au monde. Ils seraient hostiles à ce qu'ils considéraient comme une influence déflationniste des Européens et seraient en mesure de déployer un formidable ensemble de mesures diplomatiques et judiciaires.

L'analogie avec le déclin du sterling ne semble pas devoir se répéter avec les difficultés du dollar dans le cadre de la crise financière actuelle. En effet, la réaction initiale des élites européennes, qui ont proclamé, à

l'instar du ministre allemand des Finances, Peer Steinbrück, que cette crise marquait « la fin de l'ère américaine », est complètement erronée. L'une des conséquences étranges et perverses de la solidité et de la profondeur des marchés financiers américains, la capacité du gouvernement américain à agir en tant que stabilisateur ultime du système financier et la prééminence géopolitique persistante des États-Unis sont autant de faits qui seraient totalement familiers, quoique déprimants, pour le général de Gaulle. Une crise venant des États-Unis provoque un bien plus grand désordre dans les autres pays, tant en Europe que dans les pays émergents.

Un changement du système international pourrait bien se produire dans le long terme, mais il est plus probable qu'il soit plus subtil que la fin du dollar en tant que principale devise. Les réserves de change pourraient perdre de leur importance en tant que préoccupation de politique économique, et donc le débat sur le pays qui fournit la principale monnaie de réserve pourrait perdre l'intérêt qu'il avait au XX^{ème} siècle. Au lieu de cela, le débat du XXI^{ème} siècle pourrait se concentrer sur les zones et sur les sociétés capables de stimuler l'innovation et la croissance économique.

NOTES

1. Conférence de presse du président de Gaulle en février 1965.
2. Les *Perspectives économiques mondiales* du FMI d'avril 2007 mettent en évidence une plus grande sensibilité des comptes courants américains aux fluctuations des taux de change ; voir notamment : les pages 100-102.
3. La phrase a été largement répétée après avoir été prononcée par le gouverneur Ben Bernanke dans un discours devant la Virginia Association of Economics à Richmond, le 10 mars 2005 (www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm).
4. Cette situation a été démontrée très concrètement par Tim Congdon : Lombard Street Research Ltd., *Monthly Economic Review*, novembre/décembre 2002, p. 5 : « L'analyse de la non-durabilité et de la non-durabilité totale, fondée sur les théories bien connues de la dynamique de la dette, est erronée ». Pour une analyse plus approfondie, voir : Gourinchas et Rey (2005). Voir aussi : Caballero, Farhi et Gourinchas (2006). Haussmann et Sturzenegger (2006) font une autre analyse de la durabilité à long terme sur la base des exportations invisibles et des actifs.
5. Bureau of Economic Analysis, *National Income*, tableau 21, revenus individuels et leur utilisation.

BIBLIOGRAPHIE

- CABALLERO R., FARHI E. et GOURINCHAS P.-O. (2006), « An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates », *NBER Working Paper*, WP 11996.
- CHEUNG Y.-W., CHINN M. D. et FUJII E. (2007), « The Overvaluation of Renminbi Undervaluation », *NBER Working Paper*, WP 12850, janvier.
- DOOLEY M. P., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. (2003), « An Essay on the Revived Bretton Woods System », *NBER Working Paper*, WP 9971, septembre.
- EHRlich I. (2007), « The Mystery of Human Capital as Engine of Growth, or Why the United States Became the Economic Superpower in the Twentieth Century », *NBER Working Paper*, WP 12868, janvier.
- EICHENGREEN B. (2006), *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, Cambridge : MIT Press.
- EICHENGREEN B. et FLANDREAU M. (2008), « The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency ? », *NBER Working Paper*, WP 14154, juillet.
- ELLIOT J. H. (2006), *Empires of the Atlantic World: Britain and Spain in America, 1492-1830*, New Haven : Yale University Press.
- FAVELL A. (2008), *Eurostars and Eurocities: Free Movement and Mobility in an Integrating Europe*, Oxford : Blackwell.
- FMI (2004), *World Economic Outlook*, septembre.
- FMI (2007), *World Economic Outlook*, avril.
- FOGLIA et PERRI F. (2007), « The Great Moderation of the US External Imbalance », European University Institute, *Working Paper*, mars.
- GAVIN F. (2004), *Gold, Dollars and Power: the Politics of International Monetary Relations, 1958-1971*, University of North Carolina Press.
- GOURINCHAS P.-O. et REY H. (2005), « From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege », *NBER Working Paper*, WP 11563, août.
- HAUSMANN R. et STURZENEGGER F. (2006), « Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations », Harvard Center for International Development, *Working Paper*, WP 124, janvier.
- IKENBERRY J. (2008), « The Rise of China and the Future of the West: Can the Liberal System Survive ? », *Foreign Affairs*, janvier-février.
- JAMES H. (1996), *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, New York : Oxford University Press.
- KOTLIKOFF L. et FERGUSON N. (2003), « Going Critical », *The National Interest*.
- KOTLIKOFF L., FEHR H. et JOKISCH S. (2003), « The Developed World's Demographic Transition - The Roles of Capital Flows, Immigration and Policy », mimeo, octobre.
- LAWRENCE R. Z. (1994), « Rude Awakening: the End of the American Dream », *International Economic Insights*, janvier-février, p. 2-6.
- NYE J. S. (2004), *Soft Power: the Means to Success in World Politics*, New York : Public Affairs.
- PALY M. (1961), *Inflation Primer*, Chicago : H. Regnery.
- PEYREFITTE A. (2003), *C'était de Gaulle*, Paris : Gallimard.
- RUEFF J. (1967), *Balance of Payments: Proposals for the Resolution of the Most Pressing World Economic Problem of our Time*, New York : Macmillan.
- SOHMEN E. (1969), *Flexible Exchange Rates*, Chicago : Chicago University Press.
- SWOBODA A. (éd.) (1971), *L'Union monétaire en Europe*, Genève : HEI.
- TRIFFIN R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*, New Haven : Yale University Press.

TRIFFIN R. (1988), « Discussion », in Giavazzi F., Micossi S. et Miller M., *The European Monetary System*, Cambridge : Cambridge University Press.

UNDERHILL P. (2004), *Call of the Mall*, London : Simon & Schuster.

WACHTEL P. (2006), « Understanding the Old and New Bretton Woods », article présenté à la conférence « In Search of a New Bretton Woods : Reserve Currencies and Global Imbalances », Florence (Italie), 20 octobre.

WOOLDRIDGE P. D. (2006), « The Changing Composition of Official Reserves », *BIS Quarterly Review*, septembre.

ZIMMERMANN H. (2002), *Money and Security : Troops, Monetary Policy and West Germany's Relations with the United States and Britain, 1950-1971*, Cambridge : Cambridge University Press.