



III / Interrogations sur le système dollar

*Michel Aglietta et Virginie Coudert**

Après le cataclysme de 2008, la globalisation financière a décollé des évolutions économiques réelles : alors que le PIB mondial et le volume du commerce international ont sensiblement ralenti, les flux de capitaux internationaux ont été gonflés par la surabondance de liquidités mises à disposition du système financier globalisé. Cette discordance n'est pas sans conséquences. Le recyclage des liquidités en dollars a provoqué une montée de l'endettement au niveau mondial, tandis que le ralentissement de la croissance s'est traduit par des surcapacités de production qui ont détérioré les bilans dans les pays émergents. Les reflux de capitaux des pays émergents vers les pays avancés ont provoqué des dynamiques déséquilibrantes sur les marchés des actions et des devises.

L'intensification des interdépendances financières crée un dilemme pour la politique monétaire américaine, fondée jusqu'alors sur l'indépendance de ses objectifs vis-à-vis des évolutions dans le reste du monde. Cette situation nouvelle pose le problème de l'absence de coordination au sein du système monétaire international.

C'est aux répercussions des excès de la globalisation financière sur le système monétaire international et aux dilemmes qu'elles posent aux banques centrales que ce chapitre est consacré.

* Michel Aglietta est conseiller au CEPII et Virginie Coudert est professeure associée à l'université Paris-Ouest-Nanterre.

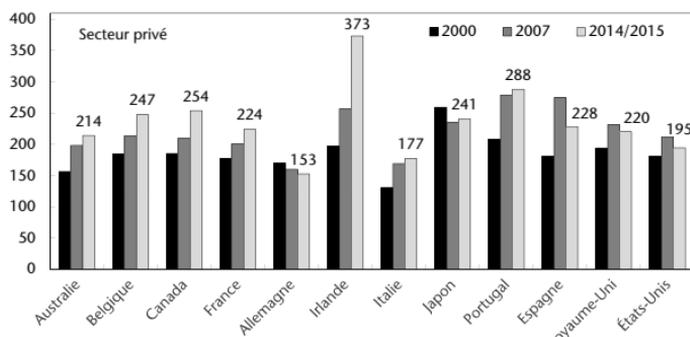
Propagation des dynamiques financières déséquilibrantes et politiques monétaires accommodantes

Le maintien d'un haut niveau d'endettement

Le haut niveau d'endettement des agents tant publics que privés, en pesant sur la demande, constitue l'un des facteurs majeurs du ralentissement de la croissance mondiale. Théoriquement, dans le schéma habituel du cycle financier, l'excès de crédit qui soutient la croissance économique pendant la période de « boom » et gonfle la richesse en formant des bulles sur les prix d'actifs devrait se résorber pendant les périodes de crise financière, les agents se désendettant pour tenir compte de la baisse de la valeur de leurs actifs (*deleveraging*). Cela n'a pas été le cas après la crise financière de 2008 en raison de l'intervention des pouvoirs publics en 2009-2010. Ensuite, les gouvernements des pays avancés se sont déchargés sur les banques centrales du soutien de l'activité économique. Hormis les actifs immobiliers dans les pays qui avaient connu des bulles spéculatives démesurées, la valeur des actifs a été préservée. En contrepartie, la dette du secteur privé et celle des secteurs non financiers ont continué à croître.

Dans les douze principaux pays de l'OCDE, considérés dans le graphique 1, hormis en Allemagne et au Japon qui font figure d'exception, l'endettement du secteur privé non financier avait partout fortement augmenté de 2000 à 2007.

Graphique 1. Dette du secteur privé non financier*
(en % du PIB)



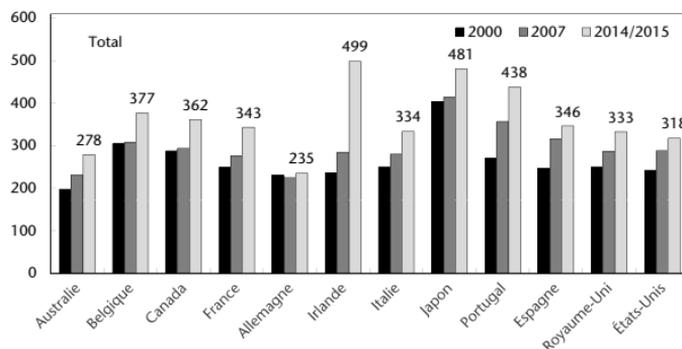
* Les données 2014/2015 concernent l'année 2015 pour le Canada et le Royaume-Uni, 2014 pour les autres pays ; les données de l'année 2000 ont été remplacées par celles de 2001 pour l'Irlande.

Source : OCDE.

Après la crise, la dette privée a continué de s'accumuler dans la plupart d'entre eux (Australie, Belgique, Canada, France, Irlande, Italie, Portugal) et n'a pas retrouvé ses niveaux antérieurs dans les autres pays (Espagne, Royaume-Uni, États-Unis). Avec le soutien du secteur privé par les États et la récession qui a dégradé les finances publiques, l'endettement total des agents non financiers publics et privés s'est considérablement alourdi dans tous les pays avancés, sauf en Allemagne où la dette a été à peu près stabilisée (graphique 2).

Graphique 2. Dette totale (secteur privé non financier et secteur public)*

(en % du PIB)



* Voir note du graphique 1.

Source : OCDE.

Dans les pays émergents, la vague d'endettement en dollars a été alimentée par les 4 milliers de milliards de liquidités mis à la disposition du système financier global par la Réserve fédérale américaine entre 2009 et 2013. Elle a provoqué des surcapacités de production et la détérioration des bilans des entreprises dans les pays producteurs de matières premières et dans l'industrie lourde en Asie, surtout en Chine. La conjonction des surcapacités de production et de l'insuffisance de la demande en Europe a retourné à la baisse les prix mondiaux à la production industrielle. La détérioration induite de la rentabilité des entreprises dans les secteurs surendettés a fragilisé les bilans. Il en a résulté un retournement des marchés boursiers à partir de la Chine, accompagné d'une augmentation de la volatilité qui s'est propagée aux pays avancés au second semestre 2015 et au début 2016.

Les conséquences des taux d'intérêt bas

En même temps, le piège dans lequel l'inaction des gouvernements européens enferme la politique monétaire se traduit par des taux d'intérêt excessivement bas sur les marchés obligataires. La bulle induite sur les marchés des titres de dettes crée de fortes distorsions pour valoriser les risques dans les prix des actifs financiers. Les risques sont reportés dans la volatilité des marchés d'actions et dans les mouvements des taux de change, et se propagent mondialement par des corrélations accrues dans les marchés financiers globalisés [FMI, 2016]. La vulnérabilité à tout ce qui peut être interprété comme un resserrement de la politique monétaire américaine engendre alors des mouvements brusques des prix d'actifs.

Ainsi, lorsque la Fed a annoncé, pour la première fois en mai 2013, sa volonté de réduire le volume des titres achetés dans le cadre de la politique monétaire non conventionnelle, la perspective d'une remontée des taux d'intérêt américains a immédiatement déclenché des sorties de capitaux des pays émergents et une violente baisse des monnaies de ces pays sur le marché des changes. Si la politique non conventionnelle d'achat de titres s'est achevée aux États-Unis fin 2014, les taux d'intérêt à court terme restent encore proches de zéro en avril 2016. La remontée des taux d'intérêt pose aussi un risque aux intermédiaires financiers américains dont les actifs ont été contractés à taux fixes, comme les sociétés d'assurances et les fonds de pension.

Une financiarisation toujours plus grande

Un autre trait saillant de la période actuelle est la financiarisation toujours croissante de l'économie mondiale. Déjà lors de la crise financière de 2008, d'énormes flux de crédit (*subprime*) avaient été acheminés dans des chaînes de transfert engendrant d'importantes commissions à chaque stade de l'intermédiation pour un résultat qui s'est révélé catastrophique pour l'économie réelle. Après la crise, malgré les nombreuses réglementations mises en place pour prévenir les risques, la finance n'a pas reculé. Au contraire, elle a été stimulée par les politiques monétaires non conventionnelles qui ont annulé le coût des emprunts. Aujourd'hui, le rôle prépondérant des fonds mutuels et la montée en puissance des gérants d'actifs entraînent la concentration des

mêmes investisseurs sur tous les marchés, ce qui intensifie les interdépendances mondiales et réduit la diversité des allocations d'actifs. La recherche de rendements a entraîné ces fonds vers des placements rémunérateurs, soit vers les pays émergents, soit vers les obligations risquées (*high yield*) des pays avancés. Ces fonds sont ainsi devenus des acteurs importants sur des segments de marché risqués où la liquidité est faible, et les arbitrages continus de leurs gestionnaires rendent ces marchés très volatils au gré des annonces de la Fed.

Le report des risques sur les marchés d'actions et des changes

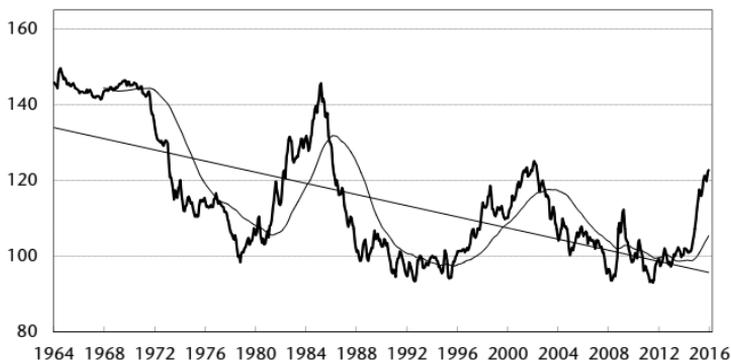
Actuellement, les politiques monétaires ultra-accommodantes font qu'un quart de la dette obligataire mondiale est à taux d'intérêt négatif ou nul. Les courbes de taux s'aplatissent. Les écarts de taux (*spreads*) entre les titres de dettes *investment grade* et les titres plus risqués se réduisent. Il s'ensuit que les marchés de dettes n'expriment plus les risques portés par les emprunteurs qui ont émis ces dettes. La montée des risques perçus universellement par les investisseurs et transmis par les intermédiaires financiers passe par d'autres marchés qui en deviennent les vecteurs de la propagation, comme les marchés d'actions et les marchés des changes. Ce sont eux qui répercutent la volatilité accrue due à la montée généralisée de la perception du risque. Les flux de capitaux internationaux, notamment vers les pays émergents, sont fébriles et surréagissent aux anticipations sur la politique monétaire américaine.

Cycle du dollar, interdépendances et tensions sur les marchés des changes émergents

Où en est le cycle du dollar ?

Une des conséquences les plus flagrantes de la politique monétaire américaine est la montée du dollar depuis le début de l'année 2014, interrompue en février 2016 par les hésitations de la Fed. Ce mouvement, mesuré par rapport à l'ensemble des autres monnaies, s'inscrit dans un cycle constaté sur longue période, qui alterne de longues phases d'appréciation et de dépréciation pouvant s'étaler sur des périodes d'une dizaine d'années (graphique 3). Ces fluctuations ont l'inconvénient d'avoir de lourdes répercussions sur l'économie mondiale, sans jouer un rôle stabilisateur pour autant,

Graphique 3. Taux de change effectif réel du dollar
(de janvier 1965 à avril 2016)



Note : taux de change réel effectif déflaté par les prix à la consommation, par rapport à vingt-sept pays partenaires, base 100 en 2010, tendance linéaire et moyenne mobile sur douze mois.

Source : BRI.

car elles suivent davantage les mouvements de taux d'intérêt anticipés que ceux des variables économiques fondamentales.

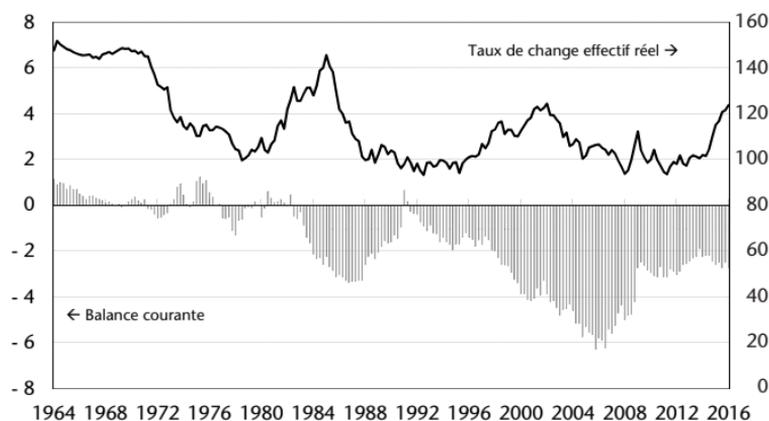
L'appréciation déjà réalisée dans le cycle actuel atteint 20 % depuis le printemps 2014 et même 30 % par rapport au point bas de juillet 2011. La force du dollar tient avant tout aux anticipations de hausse des taux d'intérêt américains. La perspective de taux de rendements supérieurs aux États-Unis, alors que les taux d'intérêt restent voisins de zéro sur les autres grandes monnaies, est un facteur suffisant pour expliquer le mouvement. De même que la politique de taux zéro aux États-Unis avait déclenché des flux de capitaux massifs vers les pays émergents, l'annonce d'une prochaine remontée des taux d'intérêt a déclenché le mouvement inverse, asséchant les Bourses émergentes, provoquant au passage des dévaluations brutales (en Turquie, en Russie, au Brésil...) et renchérissant le taux de change effectif du dollar.

L'appréciation du dollar n'a pas eu les effets délétères habituels sur la balance des paiements américaine car elle intervient dans un contexte différent. Premièrement, le déficit courant américain s'était considérablement réduit depuis 2009 sous l'effet de la violente contraction de la demande intérieure qui a suivi la crise financière. Deuxièmement, les prix exceptionnellement bas du pétrole depuis 2014 ont continué à exercer un effet modérateur sur le solde commercial. Ainsi, le déficit courant américain

a pu rester contenu à 2,7 % du PIB en 2015 (contre 2,2 % en 2014) malgré la forte appréciation du dollar. En 2016, cependant, le déficit devrait se creuser sous l'effet de la montée du dollar. En effet, le statut du dollar en tant que monnaie de réserve ne protège pas le pays contre les effets négatifs de l'appréciation de la monnaie, il peut juste inhiber l'ajustement inverse, c'est-à-dire la dépréciation du dollar à la suite du déficit américain, du fait de l'indulgence particulière des investisseurs à l'égard du billet vert. La comparaison historique des séries de taux de change effectif réel et de déficit courant américain montre bien un mouvement de ciseaux, attestant que les hausses du dollar sont généralement suivies d'un creusement du déficit courant (graphique 4).

Graphique 4. Taux de change effectif réel du dollar et balance courante américaine

(en % du PIB, du 1^{er} trimestre 1965 au 1^{er} trimestre 2016)

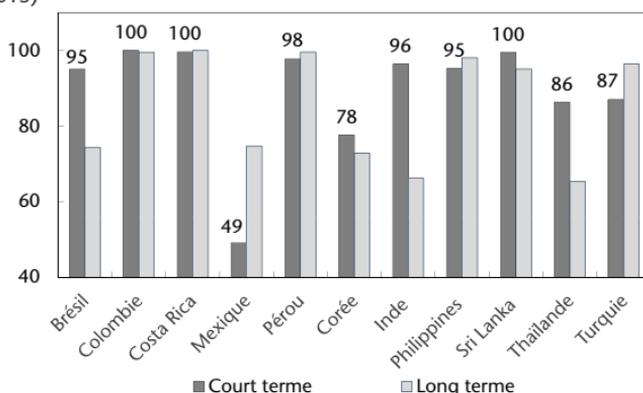


Sources : BRI pour le taux de change effectif réel et Bureau of Economic Analysis pour le déficit courant.

Du côté des pays émergents, l'effet bénéfique de la montée du dollar sur le commerce extérieur (pour les pays à monnaie flottante) est contrecarré par le renchérissement des dettes en dollars. Malgré le développement des marchés financiers en monnaie locale, la plupart des prêts internationaux aux pays émergents se font encore en devises. C'est ce que montre le graphique 5 qui présente la part de la dette extérieure brute en monnaie étrangère. Cette part est proche de 100 % pour les petits pays peu avancés, que ce soit en Amérique latine (Colombie,

Graphique 5. Part de la dette extérieure brute en monnaie étrangère dans différents pays émergents

(fin 2015)



Sources : *Quarterly External Debt Statistics*, Banque mondiale.

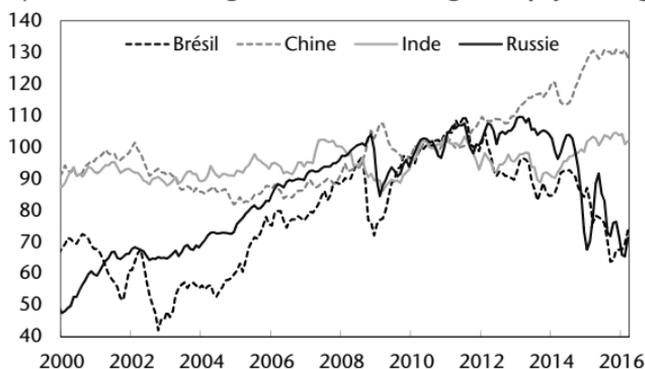
Costa Rica, Pérou) ou en Asie (Philippines, Sri Lanka). Elle est aussi très élevée pour les échéances à court terme dans les grands pays à revenus intermédiaires comme le Brésil et l'Inde (95 %). Dans ces conditions, l'appréciation du dollar n'est guère favorable à la balance des paiements.

Les cours des monnaies émergentes

Pour les pays émergents, les risques de crises de change sont accrus durant les périodes de hausse des taux d'intérêt américains. Les pays dont les monnaies sont ancrées au dollar voient en effet leur compétitivité baisser, ce qui est un facteur de dévaluation, soit volontaire, soit sous la pression des marchés [Coudert *et al.*, 2013]. La dévaluation chinoise de l'été 2015 illustre ce phénomène, même si elle a résulté aussi d'autres facteurs comme la libéralisation du marché des changes et le ralentissement de la croissance [Coudert et Lez, 2015]. Les mouvements internationaux de capitaux engendrent des tensions sur le marché des changes, en réagissant aux anticipations sur la politique monétaire et aux perspectives de croissance. De 2009 au début de l'année 2013, lorsque la Fed mettait en œuvre sa politique d'achats d'actifs (*quantitative easing*), d'énormes flux de capitaux se sont dirigés vers les pays émergents : les différences de taux d'intérêt incitaient aux stratégies de *carry trade*, consistant

à emprunter à taux zéro aux États-Unis pour investir dans les pays émergents où les mouvements de capitaux sont libres et les taux d'intérêt supérieurs. Ces masses de capitaux totalement déconnectées du commerce international, converties dans les monnaies émergentes, ont provoqué une forte appréciation de leur taux de change contre dollar, mais aussi de leur taux de change réel effectif (graphique 6). De janvier 2009 à mars 2013, l'appréciation réelle a atteint 35 % au Brésil et 20 % en Russie. Les taux de change sont, en revanche, restés contenus dans les pays où les mouvements de capitaux sont contrôlés et où la parité est gérée comme en Inde (14 % sur cette période) et en Chine (0 % au total, avec une baisse puis une hausse de 10 %).

Graphique 6. Taux de change effectifs réels des grands pays émergents



Note : taux de change réel effectif déflaté par les prix à la consommation, par rapport à soixante et un partenaires, base 100 en 2010.

Source : BRI.

De manière attendue, l'annonce du *tapering* (réduction progressive du programme d'achat d'actifs) au printemps 2013 a produit exactement l'effet inverse : les stratégies de *carry trade* se sont brusquement débouclées, ce qui a provoqué des reventes massives des monnaies émergentes. La dépréciation qui s'est ensuivie a été à la hauteur de l'appréciation des années précédentes. Depuis lors, dans l'attente de la remontée des taux d'intérêt américains, le mouvement de dépréciation des monnaies émergentes se poursuit ; il est même accentué par le ralentissement de la croissance et la chute des prix des matières premières ; ainsi, le réal brésilien et le rouble ont perdu

respectivement 30 % et 32 % de leur valeur réelle entre mars 2013 et mars 2016. Là encore, ces mouvements de Yo-Yo qui exercent un effet déstabilisateur sur les économies ont pu être évités dans les pays qui pratiquent le contrôle de change, comme l'Inde et la Chine, bien que ce dernier pays ait commencé à libéraliser les investissements de portefeuille à partir de la mi-2014.

Les interactions croisées sur les marchés financiers entre pays émergents et pays avancés

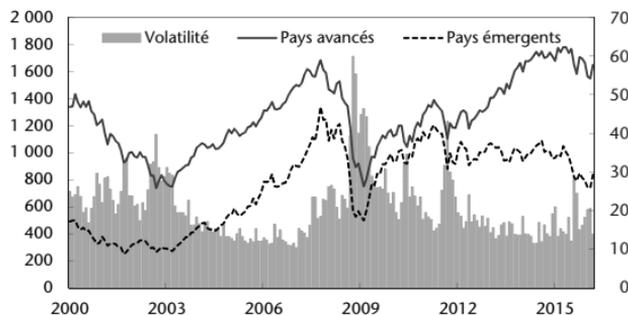
Un certain nombre de facteurs réels susceptibles d'influencer les marchés financiers sont communs à tous les pays : c'est le cas, par exemple, du ralentissement de la croissance mondiale ou de la baisse du prix du pétrole. Cependant, ces facteurs communs n'expliquent qu'une faible part des corrélations observées entre les prix d'actifs des différents pays. Dans un contexte où les marchés financiers sont ouverts aux capitaux mondiaux, les interactions financières entre les pays sont permanentes puisque les gérants d'actifs arbitrent continûment entre les différentes places.

Plus les marchés de capitaux sont ouverts, plus les interférences financières dominent les aspects réels. Un premier canal de transmission bien connu est celui du créateur commun : si les cours s'effondrent dans un pays, les investisseurs qui subissent les pertes ont tendance à réduire leur exposition sur les autres pays, de façon à limiter leurs risques. Les agents exposés sur les marchés dérivés peuvent aussi être conduits à liquider des actifs dans d'autres pays, simplement pour disposer des liquidités nécessaires aux appels de marge. Sans même qu'ils se concrétisent, c'est l'anticipation de ces phénomènes qui provoque des mouvements communs sur les marchés.

Un deuxième canal de transmission est dû à la versatilité des marchés dans leur appréciation du risque : parfois, le risque est grossièrement sous-évalué et les primes de risque sont écrasées sur tous les marchés (comme en 2005-2006), puis il suffit d'une baisse sur un seul marché pour que l'ensemble des acteurs financiers réévaluent le risque sur leurs autres actifs. Lorsque ce phénomène, connu sous le nom de « sonnette d'alarme » (*wake-up call*), se produit, les investisseurs se réveillent brusquement de leur insouciance. Non seulement ils réévaluent à la hausse la quantité de risque contenue dans leurs actifs, mais, à risque égal, ils exigent aussi des primes de risque plus élevées qu'auparavant.

Comme ce sont les mêmes acteurs qui arbitrent sur l'ensemble des marchés financiers mondiaux, ces modifications de leurs anticipations se répercutent de la même façon sur le prix des actifs risqués dans les différents pays. C'est pourquoi les marchés financiers ont souvent des fluctuations coordonnées, comme le montre le graphique 7 qui présente les indices boursiers dans les pays avancés et émergents. Les mouvements peuvent toutefois être différenciés à certaines périodes : les Bourses des pays émergents dans leur ensemble affichent une meilleure performance depuis 2012 en raison de la croissance plus soutenue dans ces économies, même si les cours ont été affaiblis pendant la crise financière chinoise en 2015.

Graphique 7. Indices boursiers des pays avancés et des pays émergents et volatilité des cours aux États-Unis



Note : l'indice boursier des pays avancés est l'indice MSCI World ; celui des pays émergents est le MSCI Emerging Markets ; la volatilité des cours aux États-Unis est représentée par l'indice VIX.

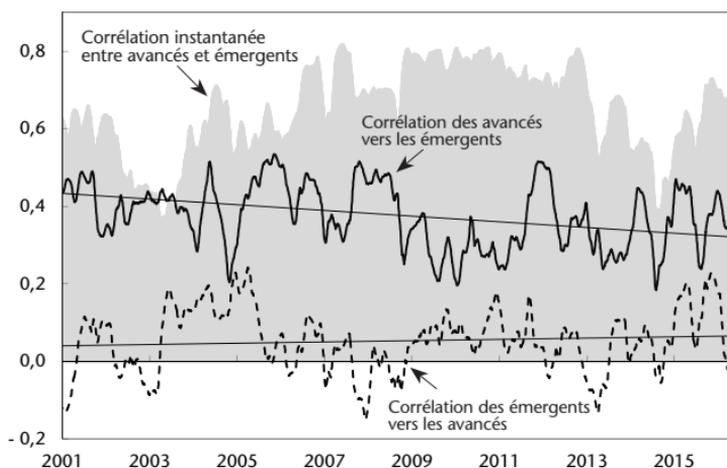
Source : Bloomberg.

Cette interconnexion plus grande entre les marchés financiers est la conséquence retardée de la politique monétaire d'achats d'actifs menée par la Fed pendant près de cinq ans après le paroxysme de la crise financière en septembre-octobre 2008. La Fed a déversé 4 milliers de milliards de dollars de liquidités sur les marchés financiers en même temps qu'elle baissait drastiquement ses taux d'intérêt. Étant donné les besoins de désendettement des agents économiques financiers et non financiers dans les pays avancés qui avaient subi la crise, les acteurs financiers à la recherche de rendement (surtout ceux du *shadow banking*) ont recyclé ces liquidités avec levier dans les pays émergents. Le FMI

estime que 7 milliers de milliards de dettes ont gonflé les bilans en Asie et dans les pays exportateurs de matières premières, y créant d'énormes surcapacités de production à cause du défaut de demande des pays avancés. Une extraordinaire mésallocation de capital du système financier globalisé a succédé à celle qui avait conduit aux crises immobilières.

Globalement, l'intensification des arbitrages sur les marchés s'est traduite par une montée des corrélations entre les prix des actions des différents pays (graphique 8). Les corrélations entre les cours des pays avancés et ceux des pays émergents sont ainsi passées de 59 % avant la crise de Lehman Brothers (de janvier 2000 au 12 septembre 2008) à 75 % au cours de la période suivante (15 septembre 2008 à avril 2016).

Graphique 8. Corrélations entre les indices boursiers des pays avancés et des pays émergents



Note : corrélations quotidiennes entre les variations logarithmiques de cours quotidiens sur six mois lissées sur un mois. Instantanée : le même jour ; des pays avancés vers les émergents : les variations des émergents sont prises le jour suivant ; des pays émergents vers les avancés : les variations des pays avancés sont prises le jour suivant. Les deux droites représentent la tendance linéaire de ces deux dernières corrélations.

Source : Bloomberg.

De plus, les interdépendances entre les marchés sont désormais multidirectionnelles : non seulement, les chocs se transmettent entre pays voisins et se propagent des marchés financiers avancés

vers les émergents comme par le passé, mais les interactions se développent aussi en sens inverse, les marchés financiers émergents influençant désormais les Bourses des pays avancés.

Dans le chapitre 2 de son *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* d'avril 2016, le FMI fait état des effets de *spillback* de la volatilité des marchés d'actions et de change des pays émergents vers les pays avancés. C'est aussi ce que montre le graphique 8 où sont présentées, d'une part, la corrélation entre les indices boursiers des pays avancés et ceux constatés le lendemain dans les pays émergents et, d'autre part, la corrélation inverse qui va des pays émergents vers les pays avancés. Les tendances linéaires de ces deux corrélations indiquent des directions divergentes. Les corrélations allant des pays avancés vers les émergents sont toujours positives et sont les plus fortes, comprises la plupart du temps entre 30 % et 50 %. Ainsi l'influence des pays avancés est-elle encore dominante. Cependant, la tendance indique une nette diminution, les corrélations ayant reculé de 42 % à 35 % entre les deux périodes d'avant et d'après crise définies ci-dessus.

Par contraste, les corrélations allant des émergents vers les avancés ont des niveaux beaucoup plus faibles et parfois négatifs, fluctuant dans une fourchette allant de - 10 % à + 20 %. Néanmoins, la tendance indique une montée de ces corrélations, qui sont passées de 2,5 % à 7,6 % en moyenne sur les deux périodes. Notamment, les corrélations négatives, qui traduisent des mouvements de report entre les zones, sont moins fréquentes. Ainsi, les Bourses des pays émergents ont davantage tendance à entraîner les marchés financiers des pays avancés dans leur sillage qu'à susciter des mouvements inverses. Cette nouvelle configuration tient à la taille croissante des pays émergents, mais aussi à l'exposition de plus en plus forte des gérants d'actifs sur ces pays. Cette exposition grandissante aux émergents rend les crises boursières sur les marchés émergents de plus en plus susceptibles de se répercuter sur l'ensemble du monde. Cette situation a été observée à l'été 2015 lorsque la crise sur les marchés boursiers chinois a suscité des remous sur les Bourses occidentales.

Les doutes sur les politiques monétaires : dilemme de la Fed et discordes en Europe

La politique monétaire américaine a une influence prépondérante bien au-delà des frontières des États-Unis, parce que le

dollar est le pivot du système de devise clé qui régit les relations monétaires internationales. Ce système est un hybride parce que les devises des principaux pays avancés sont convertibles avec des taux de change flexibles, tandis que les devises des pays émergents et en développement sont ancrées avec plus ou moins de souplesse au dollar. Toutefois, l'attribut prépondérant de la devise clé est que la liquidité internationale se polarise sur les actifs financiers libellés dans cette monnaie, avec plus d'intensité dans les pays où l'instabilité règne et où la politique monétaire nationale manque de crédibilité. Il s'ensuit que les marchés financiers américains jouissent d'une prime de liquidité qui rend les rendements des actifs sur ces marchés peu dépendants des perturbations financières dans le reste du monde.

Cette asymétrie dans les interdépendances au sein de la globalisation financière a justifié la doctrine unilatérale de la politique monétaire américaine qui s'est perpétuée après que toute règle monétaire internationale a été abolie par les accords de la Jamaïque en 1976. Tant que la politique monétaire des États-Unis ne crée pas d'effets de retour de ses impacts à l'étranger, elle pouvait être guidée exclusivement par les conditions économiques internes. Le slogan « le dollar est notre monnaie et c'est votre problème » paraissait aller de soi ; d'où la surprise et la perplexité devant les hésitations du Federal Open Market Committee quant à la conduite à tenir depuis quelques mois.

Les hésitations de la Fed témoignent de l'érosion du système dollar

Un clivage en deux camps s'est formé au sein des décideurs de la politique monétaire. Les « nationalistes » pensent que l'ancien schéma reste valable. Dans ce référentiel, le taux d'intérêt devrait monter sans ambiguïté, car l'économie est en haut de cycle : le PIB est au-dessus du potentiel, le chômage est très bas et l'inflation sous-jacente remonte vers la cible. Certes, le salaire réel médian continue de baisser. Mais cela est dû à la fragmentation du marché du travail et aux évolutions structurelles sur lesquelles la politique monétaire est sans effet. Au contraire, les « internationalistes » sont sensibles aux transformations de l'économie mondiale mises en évidence dans les deux sections précédentes. Ils sont enclins à prendre en compte la dynamique instable des marchés financiers globaux et les distorsions que celle-ci révèle dans les pays émergents (surendettement, surcapacités de production, déflation sévère

et prolongée des prix mondiaux à la production). Une analyse sémiotique des discours successifs de Janet Yellen sur les perspectives économiques montre une augmentation récente de l'usage de mots extérieurs aux arguments de la fonction de réaction « conventionnelle » de la politique monétaire. Les citations des mots « Chine », « dollar » et surtout « global » et « financier » sont devenues bien plus fréquentes au second semestre 2015 et au premier semestre 2016.

Ainsi, de plus en plus d'économistes américains, au premier rang desquels la présidente du FOMC, incorporent la possibilité d'un *feedback* mondial dans leur appréciation de la balance des risques qui conditionne l'orientation de la politique monétaire. Le dollar a progressé de près de 20 % en termes effectifs réels de juillet 2014 à janvier 2016. L'appréciation s'est stabilisée à la suite d'un retour des marchés d'actifs à un calme précaire et s'est légèrement retournée après la décision de ne pas bouger le taux directeur le 16 mars 2016. Une remontée des taux fait courir le risque de spirale suivant : reprise de la hausse du dollar, détérioration accrue des bilans des agents endettés dans les pays émergents, chute des prix d'actifs et hausse des taux d'intérêt dans ces pays, renforcement des difficultés financières, sorties massives de capitaux, hausse accrue du dollar, retournement de la conjoncture américaine.

Le passage en force de la BCE et la mauvaise foi germanique

Les tensions qui traversent le SMI s'expriment ainsi : les pays émergents ont besoin d'une dépréciation du dollar pour consolider les bilans des agents endettés en dollars alors que l'Europe et le Japon ont besoin d'une appréciation du dollar pour redresser une croissance que la demande interne est incapable d'entretenir. Dans ces conditions, il est difficile d'envisager une coordination entre les politiques monétaires des grandes puissances.

Le cycle d'appréciation du dollar, qui s'était accéléré à la mi-2014, a été stoppé contre l'euro et s'est inversé contre le yen dès que Janet Yellen a fait part de ses doutes sur l'évolution de l'économie mondiale, en dépit de l'accentuation des politiques monétaires expansives en Europe et au Japon.

La BCE a poursuivi ses innovations dans des territoires nouveaux : élargissement du *quantitative easing* à l'acquisition de titres dettes privées et prêts à des taux négatifs aux banques (conditionnellement aux crédits à leur actif) qui voudraient

consentir à faire leur métier, c'est-à-dire à des crédits à l'économie. L'affirmation que cette politique sera poursuivie autant que nécessaire pour faire remonter les anticipations d'inflation a mis une grande partie de la courbe des taux sur les obligations publiques en territoire nul ou négatif. Le Bund à dix ans se négociait à 0,2 % début avril 2016 (et en dessous de 0 % à partir de la mi-juin 2016). Il n'en fallait pas plus pour déchaîner la fureur du ministre allemand des Finances, Wolfgang Schäuble, qui accuse la BCE d'euthanasier les rentiers de la classe moyenne allemande.

Il s'agit d'un mauvais procès d'intention que Mario Draghi a relevé publiquement (*Wall Street Journal*, 3 mai 2016). Si la BCE en est là, c'est entièrement la faute des gouvernements de la zone euro, et surtout du gouvernement allemand, qui ont obstinément refusé de jouer le rôle d'emprunteur en dernier ressort qui leur incombe en situation de marasme économique prolongé. L'Allemagne est la première responsable d'un excès massif d'épargne dont les taux d'intérêt bas ne sont que le symptôme. Le surcroît d'épargne se reflète dans un excédent des paiements extérieurs extravagant, supérieur à 8 % du PIB en 2015. Car l'euro a permis à l'Allemagne de préserver un taux de change réel très sous-évalué et donc d'extraire des transferts massifs sur ses partenaires, tout en obligeant ces derniers à des ajustements déflationnistes.

Du dollar hégémonique par défaut à l'érosion du système dollar

L'écart est grandissant entre la baisse du poids économique relatif des États-Unis dans le monde et la suprématie financière accrue depuis la crise, laquelle a reposé sur la politique d'expansion des liquidités en dollars [Aglietta et Coudert, 2014]. Cet avantage a propulsé la globalisation financière vers des flux internationaux de capitaux de plus en plus déconnectés du volume du commerce international. Il en a résulté une densification des interdépendances financières qui propage l'instabilité sur les marchés d'actions et des changes et fait retour sur les marchés financiers américains.

Les hésitations de la Réserve fédérale quant à l'orientation de la politique monétaire témoignent de l'émergence d'une nouvelle ère des relations monétaires internationales. Celle-ci est également mue par la volonté politique des autorités chinoises

de conférer au renminbi un statut de monnaie internationale de plein exercice à l'horizon 2020. Cette volonté va de pair avec une internationalisation du capital des entreprises chinoises et la formation de marchés financiers compétitifs au cours du 13^e plan quinquennal. L'enjeu est de promouvoir une intégration financière internationale fondée sur le financement d'infrastructures donnant un rôle prépondérant aux banques publiques de développement et d'investissement, comme en témoigne la mise en place de l'Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB). Cette logique, qui met au premier plan l'investissement à long terme, est étrangère au modèle Wall Street. C'est pourquoi les conditions de stabilité du régime de la devise clé vont probablement dégénérer.

Les forces qui remodelent le capitalisme mondial ne conduisent pas à la perpétuation du régime monétaire existant fondé sur quelques devises clés, mais à un multilatéralisme rampant. Une telle évolution va reposer inéluctablement le problème crucial de la liquidité internationale, donc de la monnaie de réserve ultime et du prêteur international en dernier ressort qui sont indispensables à une globalisation financière viable [FMI, 2016]. Cela requiert des négociations pour une réforme du FMI donnant aux pays des droits et devoirs compatibles avec leur poids économique et leur influence politique. Corrélativement, la promotion du DTS (droit de tirage spécial) comme actif de réserve universel est inhérente à l'organisation d'un système multipolaire.

À défaut d'une reconnaissance par les principales puissances mondiales du besoin de coordination multilatérale des politiques économiques, l'avertissement de Rodrik [2011] se concrétisera : devant la montée des troubles de toutes natures, les souverainetés nationales reprendront le pouvoir sur la finance et la globalisation reculera, comme elle l'a fait dans tous les épisodes historiques passés de globalisation financière.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. et COUDERT V. [2014], *Le Dollar et le système monétaire international*, La Découverte, « Repères », Paris.
- COHEN B. J. [2015], « *The demise of the dollar ? Plus ça change, plus c'est pareil* », *Revue de la régulation*, n° 18.
- COUDERT V., COUHARDE C. et MIGNON V. [2013], « *Pegging emerging currencies in the face of dollar swings* », *Applied Economics*, vol. 45, décembre.

- COUDERT V. et LEZ P. [2015], « La politique de change chinoise et la place du renminbi dans le système monétaire international », *Revue d'économie financière*, vol. 3, n° 119.
- EICHENGREEN B. [2011], *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press, Oxford.
- FMI [2016], *Global Financial Stability Report*, avril.
- RODRIK D. [2011], *The Globalization Paradox*, W. W. Norton & Company, New York.
- The Economist* [2015], *Special Report on the World Economy*, 3 octobre.