



Les cycles de l'endettement, le dollar et l'économie mondiale

La position actuelle de l'économie mondiale dans le cycle économique et financier présente des vulnérabilités. D'une part, l'endettement a continué d'augmenter dans les pays avancés, puis dans les pays émergents. D'autre part, le dollar est entré dans un nouveau cycle haussier que la remontée des taux américains devrait accentuer. Ce mouvement a déjà provoqué des fuites de capitaux hors des pays émergents très endettés, déstabilisant leurs taux de change. Le système monétaire international qui reste largement centré sur le dollar, alors même que l'hégémonie de l'économie américaine s'affaiblit, ne peut pas produire les ajustements nécessaires, d'autant moins que la politique monétaire américaine demeure unilatérale. Si aucune coopération ne vient lever ces contradictions, la globalisation financière pourrait reculer.

Depuis la crise financière, l'endettement n'a cessé d'augmenter dans les pays avancés car les banques centrales ont bloqué l'ajustement déflationniste inhérent à un désendettement massif. L'abondance de liquidité ainsi créée a fait baisser les taux d'intérêt au voisinage de zéro, ce qui a permis d'alléger le poids des dettes mais a aussi propagé le surendettement aux pays émergents. En outre, les différences dans les vitesses et les amplitudes de réaction des banques centrales ont créé des disparités de réponse des économies. Parmi les pays avancés, seule l'économie américaine a repris des couleurs, à l'opposé de la zone euro et du Japon. En conséquence, une divergence est apparue dans les perspectives de rentabilité que les marchés financiers ont converties en appréciation du dollar depuis le début 2014. En rendant les actifs américains relativement plus attractifs, ce mouvement a provoqué des fuites de capitaux hors des pays émergents très endettés et ont donc déstabilisé leurs taux de change. Les deux sources de vulnérabilité (augmentation de la dette et appréciation du dollar) à l'intérieur des économies et dans les relations internationales interagissent dans le système monétaire international qui est asymétrique. Le dollar étant au centre de la finance internationale, tout mouvement de la politique monétaire américaine, qu'il soit effectif ou seulement anticipé, a des répercussions immédiates sur l'ensemble du monde. Or, avec une hégémonie économique américaine affaiblie, c'est-à-dire une moindre

capacité des États-Unis à entraîner le reste du monde, la finance internationale devient plus vulnérable à l'unilatéralisme monétaire du pays.

■ Un cycle d'endettement atypique

Une source de vulnérabilité pour l'économie mondiale réside dans les forts niveaux d'endettement qui n'ont guère reflué depuis la crise de 2008. Dans le cycle financier habituel, les dettes s'accumulent pendant les périodes de « boom », donnant lieu à un surcroît de croissance et de richesse par la formation de bulles sur les prix d'actifs, puis les agents se désendettent pendant les périodes de crise afin d'ajuster leur bilan à la valeur plus basse et à la rentabilité réduite de leur actif¹. La crise de 2008 trouve bien son origine dans le développement inconsidéré des dettes, qui a été un moyen d'accroître le pouvoir d'achat des ménages américains en l'absence de croissance du salaire réel médian. La dette était devenue le moteur de la consommation et de la croissance, au grand bénéfice des intermédiaires financiers. Or la crise financière de 2008 n'a pas été suivie par la réduction drastique de l'endettement (*deleveraging*) à laquelle on pouvait s'attendre étant donné les excès précédents.

1. C. Borio (2012), « The Financial Cycle and Macroeconomics: What have we learnt? », *BIS Working Paper*, n° 395.

Aux États-Unis, la dette des ménages s'est réduite, passant de 143 % à 113 % de leur revenu disponible entre 2007 et 2014 (graphique 1.a). Mais pour autant, l'ensemble de la dette du secteur privé non financier n'a que peu reculé (graphique 1.b). En outre, la stabilisation de la dette privée s'est accompagnée d'un accroissement de la dette publique prenant le relais de la demande privée à travers une politique de relance. En conséquence, l'endettement total des agents américains a continué à augmenter, passant de 288 % du PIB en 2007 à 318 % du PIB en 2014 (graphique 1.b).

La même évolution se retrouve dans la plupart des pays, qu'ils soient avancés ou émergents. Dans les pays émergents, les niveaux plus modérés des ratios de dette limitent les risques (sauf en Chine). Cependant, les entreprises de ces pays, encore largement endettées en dollars, sont vulnérables à une appréciation du billet vert. L'endettement en devises étrangères, essentiellement en dollars, représente par exemple 34 % de la dette des entreprises en Inde et plus de 50 % en Turquie. La situation est plus inquiétante encore en Amérique latine où les estimations disponibles font état d'une dette des entreprises libellée à 73 % en monnaie étrangère en 2013, en forte hausse par rapport au ratio de 36 % observé en 2007². Dans l'ensemble des pays avancés, l'endettement total des agents non financiers privés et publics s'est également alourdi depuis la crise, malgré les niveaux très élevés déjà atteints (graphique 1.b). La dette privée présente néanmoins une évolution contrastée selon les pays : elle a baissé en pourcentage du PIB au Royaume-Uni, en Allemagne et en Espagne. L'ajustement a surtout porté sur les ménages : leur ratio de dette s'est contracté dans six pays sur les neuf considérés (graphique 1.a).

La chute des prix immobiliers après la crise a déclenché une baisse de l'offre des crédits hypothécaires, tandis que la demande était tempérée par l'anticipation de nouvelles baisses. Seuls la France, l'Italie et le Canada font exception par une dette de leurs ménages qui est toujours en progression. Le cas de la France est particulier car, ayant évité une crise financière ouverte, le pays a continué d'accumuler les déséquilibres tant dans le secteur public que privé malgré le retournement des prix immobiliers.

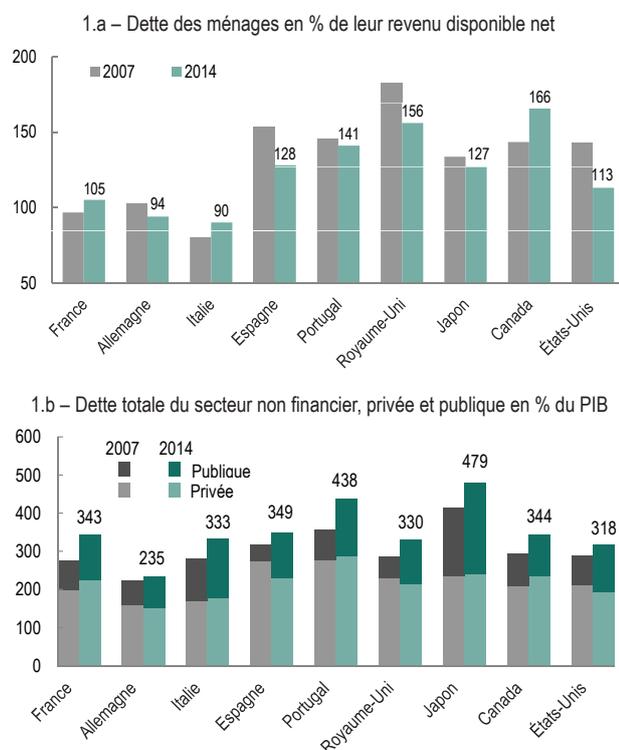
Ainsi, le cycle financier actuel présente un profil atypique puisque les taux d'endettement continuent à croître après la crise. Ce phénomène donne lieu à un développement continu et irréversible de la finance quelle que soit la situation de l'économie réelle. L'absence d'ajustement à la baisse des ratios d'endettement trouve son origine dans les politiques de taux d'intérêt zéro menées par les banques centrales qui visent justement à soutenir l'endettement et, par là-même, la croissance. Cette politique est salutaire à court terme, puisqu'elle évite la déflation et soutient la demande. Néanmoins, ses conséquences à long terme sur le bilan des agents sont incertaines, notamment en cas de remontée des taux d'intérêt et d'appréciation induite du dollar.

■ Un nouveau cycle haussier du dollar

Depuis sa mise en flottement dans les années soixante-dix, le dollar connaît périodiquement de larges fluctuations qui marquent l'évolution de l'économie mondiale sans pour autant exercer le rôle stabilisateur attendu d'un taux de change flottant. Ainsi, le taux de change du dollar évolue en cycles, alternant de longues phases d'appréciation pouvant s'étaler sur plusieurs années et des phases de dépréciation contre l'ensemble des monnaies. Ces fluctuations suivent davantage les mouvements des taux d'intérêt anticipés que ceux des variables économiques fondamentales. L'évolution du taux de change effectif réel du dollar représentée sur le graphique 2 montre que des mouvements cycliques se superposent à une tendance linéaire baissière depuis la chute du système de Bretton Woods, laquelle était essentiellement due à une surévaluation considérable du dollar.

Le dollar est-il maintenant dans la phase montante d'un nouveau cycle ? La réponse est affirmative au vu de l'appréciation déjà réalisée, qui atteint 20 % depuis le printemps 2014³ et même 30 % par rapport au point bas de juillet 2011. Cette appréciation tient avant tout aux anticipations de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, provoquées par l'annonce depuis le printemps 2013 d'une sortie prochaine de la politique monétaire non conventionnelle. 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, suffit à 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.

Graphique 1 – Ratios de dette comparés en 2007 et 2014



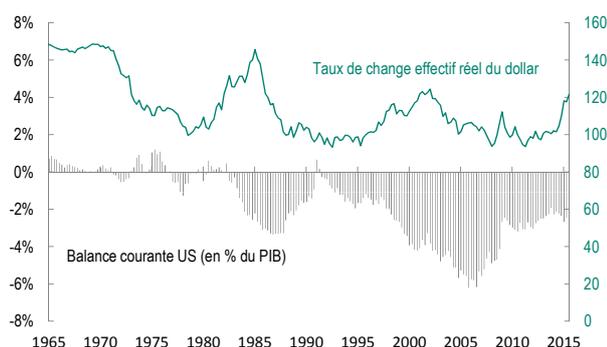
Source : OCDE.

2. Committee on International Economic Policy and Reform (2015), *Corporate Debt in Emerging Economies, A threat to financial stability?*, The Brookings Institution and the Centre for International Governance Innovation.

3. Évolution relative du taux de change effectif réel de mai 2014 à septembre 2015 ; le chiffre suivant indique l'évolution relative de juillet 2011 à la même date.

Graphique 2 – Taux de change effectif réel du dollar et balance courante américaine en % du PIB

Janvier 1965 à septembre 2015



Source : BRI et BEA. Taux de change réel effectif déflaté par les prix à la consommation, pondération par rapport à un nombre étroit de partenaires, base 100 en 2010.

Étant donné l'ampleur des mouvements en jeu, il convient de s'interroger sur les effets que la hausse du dollar peut exercer sur l'économie mondiale et les déséquilibres courants. *A priori*, cette hausse devrait plutôt renforcer la compétitivité des exportateurs situés hors des États-Unis et de la zone dollar et donc bénéficier à ces pays et notamment à l'Union européenne. Du côté américain, le déficit courant s'était considérablement réduit dès 2009 sous l'effet de la violente contraction de la demande intérieure qui a suivi la crise financière. La baisse de la facture énergétique, due au niveau exceptionnellement bas des prix du pétrole depuis 2014 et à la hausse de la production pétrolière aux États-Unis, a ensuite continué à exercer un effet modérateur sur le solde commercial. Dans cet environnement favorable, le solde courant américain est resté contenu autour de 2,5 % du PIB au premier semestre 2015 (contre 2,2 % en 2014) malgré la forte appréciation du dollar déjà constatée. Dans l'avenir cependant, le déficit pourrait se creuser à nouveau, puisqu'une monnaie qui s'apprécie a tendance à dégrader le compte courant, en détériorant la compétitivité-prix des producteurs nationaux. Cette loi économique de base s'applique aussi aux États-Unis, le statut du dollar en tant que monnaie de réserve ne protégeant pas le pays contre les effets-prix engendrés par les mouvements des changes ; ce statut peut juste inhiber l'ajustement inverse, c'est-à-dire la dépréciation du dollar suite au 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 réel et de déficit courant américains montre bien un mouvement de ciseaux, attestant le fait que les hausses du dollar sont accompagnées et prolongées par des périodes de creusement du déficit courant (graphique 2).

Du côté des pays émergents, les conséquences sont incertaines. Pour les pays dont le change n'est pas ancré au dollar, l'effet bénéfique sur le commerce peut être annulé par le renchérissement des dettes en dollars. En outre, les risques de crises de change sont aussi accrus dans les périodes de hausse des taux d'intérêt américains. Quant aux pays dont les monnaies sont ancrées au dollar, ils voient leur compétitivité baisser, ce qui peut conduire à une dévaluation, soit volontaire, soit sous la pression des

marchés⁴. La dévaluation chinoise de l'été 2015 illustre ce phénomène, même si elle a également résulté d'autres facteurs, comme la libéralisation du marché des changes et le ralentissement de la croissance.

La sensibilité du dollar à la remontée des taux de la Fed va donc être cruciale par la détérioration qu'elle peut entraîner sur les dettes des non-résidents. Si l'appréciation du dollar s'accélère alors que les niveaux de dettes en dollars sont élevés, la dépréciation des monnaies émergentes peut créer une détresse financière plutôt que stimuler la demande réelle. Cela est vrai surtout pour les pays fortement endettés en dollars et ne possédant qu'un faible coussin de réserves de change. Dans cette configuration, des guerres de change deviennent possibles.

Les vulnérabilités induites par le cycle du dollar et par un cycle d'endettement atypique se développent alors que la structure même du système monétaire international (SMI), par son caractère asymétrique, est une source d'instabilité. L'ampleur des divergences accumulées dans l'économie mondiale conduit à s'interroger sur l'avenir du SMI, dès lors qu'il ne livre pas les ajustements requis par une finance globalisée.

■ Un dollar hégémonique par défaut

Pourquoi la globalisation financière pose-t-elle un problème monétaire ? Il faut d'abord comprendre la nature de la liquidité ultime qui fait l'objet d'une externalité de demande. Chaque participant au marché de gros de la liquidité la demande parce que les autres la demandent. Il en découle une polarisation sur une devise particulière, la devise-clé. Cette polarisation s'exacerbe dans les situations de *stress*, d'autant plus que les flux de capitaux internationaux sont intenses. La vulnérabilité produite par ces périodes de *stress* est d'autant plus grande que la finance globale produit des cycles plus amples, mus par l'interaction de l'endettement et des prix des actifs financiers. Cette mondialisation des cycles financiers serait moindre si le pays émetteur de la devise-clé exerçait une hégémonie « bienveillante » dans les relations internationales, telle que les pays qui font partie de son orbite monétaire en tirent plus d'avantages que leur subordination politique et économique ne leur crée d'inconvénients. S'il n'en est pas ainsi, la devise-clé exerce son hégémonie par défaut, c'est-à-dire par absence d'alternative, faute d'un autre candidat à ce rôle, faute également de négociations de nouvelles règles internationales capables d'établir un régime de coordination multilatérale. À l'heure actuelle, c'est l'hégémonie du dollar par défaut qui prédomine encore (graphique 3)⁵.

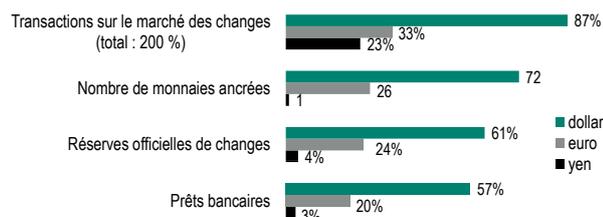
Le SMI est *de facto* un semi-étalon dollar. Quelques monnaies sont convertibles et ont adopté des changes flexibles. La plupart des monnaies du monde sont plus ou moins ancrées sur le dollar. Le gain collectif apporté par le dollar en tant que devise clé repose sur la suprématie économique et politique des États-Unis. Que se passe-t-il lorsque cette suprématie vient à décliner ou à être contestée, c'est-à-dire quand les coûts de la domination du dollar finissent par l'emporter sur les avantages ?

Dans le semi-étalon dollar, 60 % environ du PIB mondial se trouve dans une quasi-zone dollar, alors que l'économie américaine ne fait plus que

4. V. Coudert, C. Couharde et V. Mignon (2013), « Pegging Currencies in the face of dollar swings », *Applied Economics*, vol. (45) 36.

5. Voir M. Aglietta & V. Coudert (2014), *Le dollar et le système monétaire international*, La Découverte, Collections Repères, ainsi que M. Aglietta & V. Coudert, « Currency Turmoil in an Unbalanced World Economy », *CEPII Policy Brief* n° 8, juillet 2015 (notamment figure 6, page 6).

Graphique 3 – Le rôle international du dollar



Source : M. Aglietta & V. Coudert (2014), *Le dollar et le système monétaire international*, La Découverte, Collections Repères.

12 % du commerce international. En revanche, l'intégration financière internationale a fortement progressé depuis la crise. 65 % des actifs financiers mondiaux sont gérés par des banques et fonds d'investissement américains contre 44 % en 2005. Les acteurs privés des pays émergents se sont endettés en dollars à faible coût. Le FMI attire l'attention sur le gonflement du marché de gros de la liquidité. Les dollars *offshore* ont doublé depuis 2007. Il s'ensuit qu'une hausse des taux de la Fed va affecter 9 000 milliards de dollars de dettes et dépôts *offshore*. Cette augmentation perpétuelle des dettes et des valeurs d'actifs en dollars par rapport au PIB des États-Unis pose une double question : la Fed pourrait-elle être indéfiniment le prêteur en dernier ressort du marché monétaire mondial en cas de *stress* ? Y aura-t-il un encours suffisant de bons du Trésor américains pour les détenteurs internationaux de liquidités dans les moments critiques ? En effet, les non-résidents détiennent déjà 6 200 milliards de dollars de bons du Trésor, soit environ 60 % du total. Si la hausse à venir des taux d'intérêt américains accentue l'appréciation du dollar, les emprunteurs privés en dollars des pays émergents subiront une détérioration de leurs bilans. Les détenteurs de ces titres privés chercheront à les vendre pour acheter des bons du Trésor. Il faudra donc que le gouvernement fédéral en émette. Cette question est d'autant plus pertinente que les parlementaires américains se déchirent périodiquement sur le plafond de la dette publique.

En même temps, la taille des flux bruts de capitaux transfrontières n'a plus aucune mesure avec les déséquilibres de paiements courants. En 2007, ces flux faisaient 20 % du PIB mondial. Ils atteignaient le double en 2014, alors que les déséquilibres courants avaient diminué. Ces flux globaux sont hypersensibles aux changements de conditions financières sur les

marchés américains. Or, la politique monétaire des États-Unis ne cherche pas à être « bienveillante ». Elle est unilatérale. Cette asymétrie peut se perpétuer tant que les États-Unis ne subissent pas de *feedback* à la suite des perturbations que leur politique provoque dans le reste du monde. Ces perturbations sont importantes : des taux nominaux très bas sur l'ensemble de la courbe des taux affectent négativement les rendements obligataires, il en résulte des prises de risque excessives de la part d'acteurs à la recherche de rendement. Dans un contexte de marasme économique, donc de faible rentabilité réelle du capital, cela produit des bulles financières et donc une grande volatilité.

Avec une hégémonie américaine affaiblie, et notamment une moindre capacité des États-Unis d'entraîner l'économie mondiale, la finance internationale devient plus vulnérable à l'unilatéralisme monétaire du pays. Cependant, depuis le refus du Congrès américain de valider la réforme du FMI décidée en 2010, il y a peu d'espoir d'aboutir à un cadre institutionnel de concertation internationale. Et le climat politique aux États-Unis n'est pas favorable à la coopération : rivalités partisans exacerbées par la campagne électorale, suspicion à l'égard de la Chine, initiatives au Congrès pour limiter les pouvoirs de la Fed en tant que prêteur en dernier ressort international. Dans ces conditions, il revient à la Fed de faire preuve de doigté pour ne pas précipiter une divergence dangereuse des politiques monétaires.

La crise financière a révélé au grand jour un dysfonctionnement majeur de l'économie mondiale en germe depuis la destruction du système de Bretton Woods. Un capitalisme financier globalisé n'est pas auto-régulateur. La finance dépend fondamentalement du bien public qu'est la monnaie. Une globalisation financière profonde requiert que ce bien public global soit le produit d'un accord politique pour une coopération institutionnalisée. Sans cette conscience des interdépendances, la globalisation financière actuelle pourrait reculer, comme l'ont fait celles qui l'ont précédée.

Michel Aglietta & Virginie Coudert
michel.aglietta@cepii.fr

