

Radio Classique / Cercle des économistes
23 janvier 2004
Le dollar va-t-il s'effondrer ?

Il y a un paradoxe du dollar. En 2000, le déficit des paiements courants atteignait 4% du PIB et le dollar était fort. En 2003, il atteint 5% du PIB et le dollar s'affaiblit. Le déséquilibre ne s'est qu'un peu accentué, mais les évolutions monétaires se sont inversées.

L'explication est la forte baisse des entrées de capitaux privés aux Etats-Unis depuis la mi-2001. Jusque là, le déficit était surfinancé par les capitaux privés. Depuis, les capitaux publics, principalement asiatiques, ont pris le relais. Le déficit *américain* est de la sorte financé sans difficulté notable, mais sur les marchés des changes, la demande d'actifs *en dollar* de la part des agents extérieurs à la zone dollar, notamment européens, a baissé.

Nous observons donc à la fois un grand calme des marchés de taux – les obligations à dix ans américaines sont au même niveau qu'il y a un an, et au même niveau que dans la zone euro – et une nervosité croissante des marchés des changes.

Est-ce durable ?

C'est la thèse d'un article saisissant de Michael Dooley, David Folkerts-Landau et Peter Garber. Pour eux le monde a, de fait, réinventé le système de Bretton Woods. Les Etats-Unis sont toujours dans le rôle de l'émetteur de monnaie internationale, et toujours déficitaires. Comme l'Europe il y a quarante ans, l'Asie tient le rôle de la zone en rattrapage qui maintient des changes fixes pour assurer sa compétitivité, et finance le déficit américain. Quant à l'Europe, elle est sortie du système en laissant ses monnaies flotter au gré de l'offre et de la demande de titres.

Dooley et ses co-auteurs soutiennent que, pour des raisons mercantilistes, les banques centrales asiatiques sont prêtes à accumuler des réserves en dollar qui rapportent peu. Elles considèrent que c'est le prix à payer pour le développement. Les Européens d'aujourd'hui, dont la politique est de fait déterminée par les intérêts des épargnants, font le choix opposé : des exportations qui s'étiolent, mais des capitaux bien rémunérés.

Si cette grille d'analyse est la bonne, il n'y a pas de risque que le déficit extérieur américain débouche sur une crise, parce que l'Asie le financera à la hauteur voulue. Mais l'euro va continuer à jouer le rôle de variable d'ajustement, ce qui n'est pas de bon augure pour les exportateurs européens.

Le monde va donc continuer à financer le déficit américain ?

Il y a un élément nouveau dans la politique américaine. L'administration Clinton avait fait, dès son installation, un choix budgétaire très réfléchi : celui d'une politique d'excédents. L'administration Bush a fait le choix opposé.

La volonté de Clinton était de limiter ainsi le déficit extérieur, et de contribuer ainsi au maintien d'un dollar fort, en cohérence avec une position de leader technologique et une spécialisation dans l'innovation. Le choix de Bush témoigne aussi d'une certaine cohérence : indifférence à l'égard de la baisse du dollar et aide aux industries traditionnelles. Mais la question est de savoir si sa politique est compatible avec le scénario de stabilité du système qui vient d'être esquissé.

Dans un article très récent et qui fait du bruit, Robert Rubin (l'ancien secrétaire au Trésor de Clinton), Peter Orszak et Allen Sinai répondent par la négative. Selon eux l'ampleur des déficits budgétaires attendus – 500 milliards en 2004, et 700 milliards dans dix ans – peut induire une crise de confiance qui se traduirait par une hausse brutale des taux longs et une chute de la monnaie.

Il faut bien sûr faire la part de la polémique. Mais la question posée par Rubin et ses co-auteurs est légitime, parce qu'un doute sur la soutenabilité de la politique budgétaire américaine mettrait en cause l'équilibre sur lequel repose le financement du déficit extérieur américain. Pour le dire autrement : le néo-Bretton Woods qui s'est instauré permet sans doute aux Etats-Unis de maintenir un déficit abyssal. Mais pas deux.