

## Les dossiers stratégiques

### V / L'hégémonie du dollar peut-elle être contestée ?

*Michel Aglietta\**

#### **Le retour des controverses sur les déséquilibres financiers des États-Unis**

La baisse prolongée du dollar à partir de la mi-2002 a relancé la querelle des opinions sur l'avenir de la devise-clé. Car elle accompagne une montée rapide de l'endettement extérieur des États-Unis. L'attention des observateurs est attirée par l'augmentation du déficit courant, alors même que la baisse du dollar depuis 2002 aurait dû stopper cette évolution puis l'inverser. Cela s'était produit dans les phases antérieures de baisse prononcée du dollar : de 1971 à 1975, de 1977 à 1979, de 1985 à 1989, de 1993 à 1995.

La configuration insolite actuelle a déclenché un débat sur la nature des déséquilibres financiers et sur les chances de leur résorption sans désordres économiques majeurs. Ces questions ont un air de déjà-vu.

Une première controverse porte sur la nécessité d'un ajustement ou sur la possibilité d'une perpétuation des déficits actuels, voire même de leur élargissement. Certains experts qualifient de « nouveau Bretton Woods » les relations contemporaines entre les monnaies [Dooley, Folkerts-Landau, Garber, 2004]. Ils le font par analogie au système de Bretton Woods où la règle des changes fixes empêchait les États-Unis d'améliorer leur compétitivité par dévaluation du dollar. Actuellement,

---

\* Michel Aglietta est conseiller scientifique au CEPII et professeur à l'université Paris-X.

cette règle est appliquée rigoureusement par la Chine et de manière plus souple par les autres pays d'Asie. Le système monétaire international (SMI) fonctionnerait donc sur un semi-étalon dollar qui empêcherait les États-Unis de regagner la compétitivité nécessaire pour réduire leur déficit extérieur. Mais cela n'aurait pas d'importance pour les tenants de cette thèse, puisque la cause du blocage de l'ajustement du dollar est aussi celle qui fait accepter sans douleur l'endettement américain. Cette cause est une demande de dollars par les non-résidents dont la contrepartie est une demande de biens étrangers par les consommateurs américains. C'est une justification habile du « *benign neglect* » des autorités américaines à l'égard de leur balance des paiements.

Toutefois, ce raisonnement n'emporte pas l'adhésion générale. En prolongeant la comparaison historique, on peut faire observer que le système de Bretton Woods a été miné à partir de 1968 (pour s'effondrer en 1971) par les conflits d'intérêts entre l'Allemagne et les États-Unis, à cause des incidences inflationnistes du dérapage de la masse monétaire mondiale résultant de la défense des taux de change fixes. Si donc la situation actuelle est celle de 1967, l'analogie du nouveau Bretton Woods n'est pas particulièrement rassurante ! Au-delà de l'analogie, il n'est pas correct de supposer que les préférences des créanciers en faveur du dollar sont conservées à n'importe quel niveau d'endettement du débiteur. Tout laisse penser que les investisseurs financiers ont des structures de portefeuille préférées. Le problème de l'ajustement se pose lorsqu'il devient coûteux pour le débiteur de persuader les créanciers de sortir de leur habitat afin d'absorber la dette accumulée. Alors les conflits d'intérêts se manifestent. Lorsque les créanciers sont des Banques centrales, ces conflits s'expriment dans la contradiction entre l'accumulation des réserves de change en dollars et le besoin d'autonomie de la politique monétaire pour réguler la demande intérieure. On peut certes admettre que cette contradiction ne s'est pas encore manifestée. En témoignent les taux d'intérêt bas qui rémunèrent les créances sur les États-Unis, alors que les avoirs américains à l'étranger ont des rendements plus élevés. Mais on ne saurait en déduire que l'ajustement de la balance des paiements des États-Unis pourra être indéfiniment repoussé.

Depuis 1997, le déficit courant est passé de 1 % à 5,5 % du PIB. Les États-Unis accumulent une dette nette qui a atteint 25 % du PIB en 2004. Si le déficit devait rester autour de 5 % du

PIB dans les prochaines années, la dette nette continuerait à croître et ne se stabiliserait autour de 100 % du PIB que sous l'hypothèse optimiste d'une croissance nominale de 5 %. Il est peu vraisemblable qu'un tel niveau d'endettement puisse être accepté avec les rendements actuels. L'ajustement de la balance des paiements pour réduire le déficit à un niveau soutenable se posera nécessairement. La question se porte alors sur la qualité de l'ajustement : sera-t-il ordonné (*soft landing*) ou fauteur d'instabilité et de crise (*hard landing*) ? Cette controverse a fait rage au milieu des années 1980 lorsque le dollar a baissé précipitamment entre 1985 et 1987. Dans le contexte de l'époque, la baisse du dollar a redressé la balance commerciale après deux ans environ, sans affaiblissement de la croissance. Mais on ne peut en déduire *ipso facto* que les conditions sont les mêmes aujourd'hui.

Il y a donc deux questions à se poser. L'une concerne la nécessité de l'ajustement et l'autre sa qualité. Pour tout autre pays qui creuse des déficits extérieurs croissants, la nécessité de l'ajustement ne se pose pas. Il s'impose irrésistiblement. Quant à sa qualité, elle est souvent désastreuse. En témoignent les crises financières à répétition depuis le début des années 1980 dans les pays émergents, mais aussi dans certains pays développés (pays scandinaves au début des années 1990 notamment). Dans d'autres cas, comme le Royaume-Uni après la crise de la livre sterling en 1992, l'ajustement a été remarquablement efficace.

Concernant les États-Unis, il faut d'abord examiner la raison qui sous-tend le point de vue selon lequel l'ajustement ne serait pas nécessaire. Cette raison est le rôle spécifique du dollar en tant que devise-clé qui entraîne une hégémonie monétaire. En analysant ce statut du dollar nous en déduirons que ce point de vue n'est pas correct : le dollar permet certes aux États-Unis de s'endetter dans de meilleures conditions que les autres pays, mais un excès d'endettement requiert toujours un ajustement. Quant à la qualité de l'ajustement, l'expérience des changes flottants à partir de 1973 a montré que la position de devise-clé du dollar a permis aux États-Unis de rétablir une balance des paiements soutenable à un coût plus faible que les autres pays placés devant la même contrainte. Dit autrement, *l'hégémonie du dollar a favorisé le « soft landing »*. Il nous faut donc examiner, dans un second temps, si la configuration actuelle des déséquilibres américains maintient les conditions d'un *soft landing*. Si ce n'est pas le cas, cela signifie que la pérennité du rôle éminent du dollar dans le système monétaire international est

mise en question. Il faut alors s'interroger, dans un troisième temps, sur les forces qui pourraient transformer le système monétaire international.

### **L'hégémonie du dollar est fondée sur les caractéristiques de la monnaie internationale**

Depuis la chute du système de Bretton Woods en 1971, le dollar a perdu les deux tiers de sa valeur contre le mark (euro) et les trois quarts contre le yen. Pourtant l'usage international du dollar n'a guère été altéré. Il est toujours l'étalon des prix sur les marchés mondiaux organisés. Sa part dans la facturation des échanges commerciaux des autres pays est majoritaire en Asie et en Amérique latine. Sa part dans les réserves de change des Banques centrales a beaucoup gagné à la globalisation financière ; c'est celle qui a le plus progressé depuis dix ans (tableau I).

Tableau I. Part des devises dans les réserves de change mondiales en fin d'année (en %)

	1994	1997	2000	2003
Dollar EU	53,1	59,1	66,6	63,8
Yen	7,8	5,1	6,2	4,8
Livre sterling	2,8	3,3	3,8	4,4
Franc suisse	0,6	0,5	0,5	0,4
Euro	16,0	14,2	16,3	19,7

Source : FMI (IFS).

La raison de cette résilience se trouve dans le statut de bien collectif de la monnaie. Le standard des prix et les effets de réseau dans les usages commerciaux rendent la concurrence des monnaies inefficace. La centralisation et les effets subséquents de taille abaissent les coûts des transactions utilisant la devise-clé relativement à l'usage des autres devises. C'est donc un phénomène autorenforçant qui entraîne la liquidité supérieure de la devise-clé sur les marchés de change. Cette qualité est cruciale pour les Banques centrales. La liquidité des marchés dans lesquels les interventions ont lieu est la première condition de leur efficacité. Il s'ensuit que les Banques centrales détiennent leurs réserves de préférence dans les marchés les plus liquides ; ce qui renforce cette liquidité.

On peut en déduire que les externalités découlant de l'usage de la monnaie dans les échanges internationaux garantissent une demande pour la devise-clé qui bénéficie d'une préférence supérieure à celle de toutes les autres devises. Il s'ensuit que le rendement requis pour la détenir est plus bas. Le coût de l'endettement international est donc plus faible dans le pays émetteur de la devise-clé que dans les autres. Les résidents de ce pays peuvent exploiter cet avantage dans une capacité d'endettement extérieur plus grande. Selon le contexte économique dans laquelle elle a lieu, l'exploitation de cet avantage peut être favorable ou défavorable aux agents non-résidents qui la subissent.

La progression de la dette extérieure peut être vertueuse lorsque l'endettement élève le taux d'investissement productif porteur d'une accélération du progrès technique, comme cela s'est produit aux États-Unis au cours de la seconde moitié des années 1990. L'augmentation de l'endettement est allée de pair avec l'appréciation du dollar qui est avantageuse pour les investisseurs étrangers dans cette monnaie.

Dans les phases de baisse de la rentabilité du capital, il peut se produire que le surcroît chronique de dépense des agents économiques américains sur leur production conduise à un endettement extérieur en excès sur la demande de dollars par les non-résidents. L'avantage comparatif de la monnaie internationale permet alors d'équilibrer le marché par la baisse de la valeur du dollar, plutôt que par la hausse des taux d'intérêt américains. Parce que la baisse du dollar ne met pas en cause ses fonctions de monnaie internationale, il subsiste en effet une demande de dollars suffisamment forte pour éviter un rejet généralisé de cette devise par les non-résidents. Le lien entre la qualité de l'ajustement et le statut de la devise-clé tient à cette résistance aux crises. Les États-Unis peuvent donc s'en remettre au mouvement spontané du taux de change au lieu de restreindre leur budget ou d'augmenter leurs taux d'intérêt pour réguler leur endettement extérieur. Le processus peut se poursuivre, sans que la politique économique américaine prenne en compte une contrainte extérieure, si la dépréciation du dollar induit automatiquement un ajustement conduisant à contenir l'ampleur du déficit courant à un niveau qui est compatible avec le désir de détention de dollars des non-résidents.

Pourquoi en serait-il différemment cette fois-ci ? Il ne pourrait en être ainsi que si la qualité de l'ajustement se dégrade au point de mettre en cause les avantages économiques du dollar

en tant que devise-clé pour les non-résidents. Y a-t-il donc des raisons de penser que l'ajustement de la dette extérieure des États-Unis par la baisse du dollar ne se fera pas sans désordres pour le régime monétaire international actuel, contrairement aux épisodes précédents ?

### **La pérennité du régime monétaire international en question**

La qualité de l'ajustement dépend au premier chef de la réponse de la balance commerciale des États-Unis à la baisse du dollar. Une réponse vigoureuse évite d'avoir à orienter la politique économique dans un sens récessif. L'ajustement dépend aussi de l'environnement politique qui influence le soutien des gouvernements étrangers à la stabilité de ce « bien collectif » qu'est le système monétaire international fondé sur la devise-clé. Soutien commun à l'ordre monétaire international ou déchaînement des conflits d'intérêts font une grosse différence. Ces deux dimensions, économique et politique, sont les piliers de la confiance des marchés financiers. Mais le processus est réflexif. Selon que la confiance est ou non dégradée, les mouvements de portefeuille exercent sur les marchés de change des forces déséquilibrantes ou rééquilibrantes. Celles-ci minent les piliers de l'ajustement ou les consolident.

Il est donc de bonne méthode d'examiner ces trois dimensions, économique, politique et financière de la qualité de l'ajustement. On le fera en mobilisant les outils théoriques et la comparaison historique.

#### *La balance commerciale est affectée par le déclin industriel des États-Unis*

Depuis 1997, la balance commerciale pour l'ensemble des biens (hors services) n'a cessé de se dégrader que le dollar s'apprécie ou se déprécie. Le déficit des États-Unis est passé de 150 milliards de dollars annuels à 700 milliards en 2004. Cette trajectoire du solde exprime un changement structurel qui découle d'une évolution rapide de la division internationale du travail. Elle se manifeste par une stagnation de la production industrielle américaine (hormis la haute technologie) en présence d'une demande intérieure dynamique. Selon le *Bureau of Economic*

*Analysis*, la production industrielle n'a augmenté que de 5 % en volume depuis 1997 et pas du tout depuis 2000, alors que la demande intérieure a progressé de 35 % et les importations de 80 %. La totalité de l'augmentation de la demande intérieure depuis 2000 a été satisfaite par les importations. Ce déclin industriel est responsable de pratiquement toute la dégradation de la balance courante. Il s'est produit conjointement à une baisse soutenue du dollar depuis 2002.

Cette situation est très différente des épisodes précédents de dépréciation du dollar dans lesquels la balance commerciale se redressait avec un délai d'environ deux ans. L'affaiblissement industriel des États-Unis se reflète dans des élasticité faibles du commerce extérieur à la baisse du taux de change réel [Aglietta, Berrebi, Cohen, 2004]. On comprend, en effet, que si les capacités de production ont disparu, ce n'est pas une baisse du change de 10 ou 20 % qui les fera renaître.

Que le phénomène se soit produit à partir de 1997 est significatif. Il a coïncidé avec le changement structurel du développement du capitalisme en Asie après la crise financière. Cette crise a laissé d'énormes surcapacités de production et une baisse très forte des taux de change réels dans les pays qui l'ont subie. Elle a ainsi amorcé les pressions déflationnistes sur les prix des biens industriels qui se sont propagées dans le commerce international.

On peut en conclure que l'ajustement par la hausse des exportations (et baisse des importations) à la suite de la baisse du dollar ne fonctionne plus avec l'intensité suffisante pour redresser une balance commerciale extraordinairement dégradée. Le taux de couverture des importations par les exportations est tombé à 0,62. Il faudrait donc que les exportations croissent de 16 %, lorsque les importations augmentent de 10 %, juste pour éviter que la balance commerciale continue de se dégrader. Comme les élasticité-prix sont faibles, cela n'a aucune chance de se produire. Dans l'état actuel de la structure du commerce international, l'ajustement requiert avant tout une forte contraction des importations, donc de la demande intérieure. Il faut donc une inflexion de la politique économique dans un sens restrictif. Cela veut dire qu'un avantage crucial de la devise-clé a disparu. Pour que ce nécessaire changement de cap ne produise pas une récession, les États-Unis doivent compter sur la coopération du reste du monde. Or l'environnement politique ne s'y prête pas.

*L'axe dollar/yuan est le pivot du régime monétaire international*

Du point de vue du SMI, la situation actuelle a en apparence des similitudes avec deux épisodes célèbres qui viennent à l'esprit. Le premier est la crise du système de Bretton Woods de 1968 à 1971, prolongée par l'échec de la tentative de préserver un système de change fixe fondé sur un étalon dollar inconvertible de décembre 1971 à février 1973. La crise s'est conclue par le décrochage de l'ensemble des monnaies européennes vis-à-vis du dollar, juxtaposé à des régimes de change disparates au sein de l'Europe. Le second est la crise de la balance des paiements des États-Unis faisant suite à l'appréciation gigantesque du dollar de 1982 à 1985. Elle s'est conclue par une dépréciation désordonnée du dollar que les accords du Louvre de février 1987 ont cherché à maîtriser. Mais surtout la pression du Trésor des États-Unis s'est portée sur le Japon pour obtenir une réévaluation massive du yen. Elle eut lieu et fut un ingrédient de la crise financière japonaise.

Dans ces deux épisodes comme aujourd'hui, un taux de change directeur fixe ou rigide orientait l'accumulation des réserves de change induite par les déséquilibres financiers des États-Unis : l'axe dollar/deutsche mark dans les années 1970, l'axe dollar/yen dans les années 1980, l'axe dollar/yuan depuis 2002. Dans les trois cas, la collusion d'une politique américaine indifférente au change grâce au statut de la devise-clé et d'une absorption des réserves de change par le partenaire du pôle opposé et par d'autres pays de la même région a produit une multiplication mondiale de la liquidité créée aux États-Unis. À l'heure actuelle, une véritable explosion de la liquidité se poursuit. Selon les statistiques du FMI, les réserves de change cumulées de l'ensemble des pays d'Asie sont passées de 1 000 milliards de dollars en 2000 à 2 300 milliards en 2004.

Cependant la similitude s'arrête là. Dans les deux épisodes précédents, les États-Unis ont exercé une influence politique décisive pour provoquer la dévaluation du dollar. Ils l'ont fait soit par un *diktat* pur et simple le 15 août 1971 lorsque Nixon a répudié unilatéralement la règle de convertibilité-or, soit par des pressions diplomatiques ciblées sur tel ou tel pays, soit en convoquant des concertations multilatérales pour y faire passer leur volonté : le Smithsonian Institute en décembre 1971, le Plaza en septembre 1985, le Louvre en février 1987. Mais l'environnement politique est aujourd'hui profondément modifié par la disparition de « l'empire soviétique ».



Dans les circonstances précédentes, les États-Unis ont fait jouer leur *leadership* sur le « monde libre » pour faire partager la totalité de leurs exigences à leurs alliés. Le statut éminemment politique de la monnaie dans un ordre international reposant sur l'hégémonie des États-Unis face à « l'empire soviétique » y a été illustré de manière spectaculaire. Mais la Chine n'est pas dans l'orbite américaine, contrairement à l'Europe dans les années 1970 et au Japon dans les années 1980. Aspirant au statut de superpuissance, la Chine ne saurait abandonner sa souveraineté monétaire à des pressions unilatérales ou à un accord qui avaliserait purement et simplement les exigences américaines. Le changement de régime de change dépend avant tout de ses intérêts nationaux. Comme le style de la politique américaine favorise la confrontation plutôt que la coopération, le jeu stratégique actuel renforce un *statu quo* monétaire.

Ce *statu quo* exacerbe l'endettement américain, lequel provoque une surliquidité mondiale nourrissant les distorsions des prix des actifs (niveaux anormalement bas des taux obligataires et spéculation immobilière). *Au niveau global, la multiplication de monnaie qui résulte de l'ancrage de change constitue de facto une politique monétaire mondiale.* Ce régime de change devient donc indirectement contraignant pour les États-Unis. Ainsi la Fed a-t-elle piloté la remontée des taux à court terme depuis le printemps 2004. Mais, contrairement à l'expérience passée, les taux longs y ont été insensibles. La demande intérieure américaine a continué à être stimulée par la poursuite de la hausse des prix d'actifs qui a encouragé toujours plus la baisse du taux d'épargne des ménages, donc leur endettement et a induit la poursuite de l'accroissement du déficit courant. Tout se passe donc comme si l'absence de concertation monétaire internationale dégradait la transmission de la politique monétaire aux États-Unis [King, 2005]. Le « *soft landing* » en est rendu d'autant plus hypothétique qu'il est retardé.

#### *L'interaction entre la dette américaine et les comportements de portefeuille*

Lorsque le gouvernement chinois s'apercevra que l'ancrage sur le dollar présente plus de coûts que d'avantages, il décidera de modifier le régime de change du yuan. Cela se produira lorsqu'il cherchera à redéployer la croissance sur la consommation intérieure. L'appréciation progressive du taux de change réel en

sera un vecteur, comme elle l'a été dans d'autres pays d'Asie auparavant. Corrélativement, la demande intérieure devra être régulée à court terme par le moyen de la politique monétaire. Il faudra donc utiliser le taux d'intérêt à cette fin. Pour y parvenir il faudra établir un régime de flottement géré du taux de change sous la protection des contrôles de capitaux qui ne seront adoucis que très prudemment. Les conséquences de cette évolution sur le SMI dépendent des réactions des investisseurs privés.

L'ancrage du yuan sur le dollar fait de la Banque centrale de Chine l'investisseur qui a la plus forte préférence pour le dollar. Si la Chine abandonne cet ancrage, sa préférence pour le dollar va baisser. La dette américaine devra donc être absorbée par des investisseurs de moindre préférence pour le dollar. *Il en résultera une baisse plus forte du dollar contre toutes les devises, y compris l'euro et le yen, non pas une baisse moins forte, contrairement à ce que prétend l'opinion conventionnelle* [Blanchard, Giavazzi, Sa, 2005].

On a vu, en effet, que la réponse de la balance commerciale à la baisse du taux de change réel du dollar est moins efficace qu'elle ne l'était auparavant à cause de l'attrition de l'industrie américaine. Il faut donc une baisse plus forte du dollar pour obtenir la même amélioration de la balance courante. En outre, cette amélioration, si elle a lieu, résultera surtout de l'effet de revenu négatif de la hausse des prix qui réduira les importations, pas d'une remontée des exportations. *L'ajustement ne peut donc passer que par un ralentissement sensible de la demande intérieure des biens soumis à la concurrence internationale.* Pour que cela ne provoque pas une baisse de la croissance, il faudrait que la diminution du prix relatif intérieur entre les biens et services des secteurs abrités par rapport aux secteurs exposés à la concurrence internationale, qui est une autre manière d'envisager la dépréciation du taux de change réel, redéploie la demande des ménages sur les secteurs abrités au lieu d'entraîner un fléchissement global de la demande intérieure [Obstfeld et Rogoff, 2004]. Mais une compensation complète implique une substituabilité dans la structure de consommation des ménages qui n'est pas réaliste. Il paraît donc impossible d'éviter un effet récessif lorsqu'un ajustement doit se produire en l'absence d'une réponse des exportations à la variation du change.

Toutefois, la baisse du dollar a un effet positif de bilan sur la dette nette des États-Unis. Parce que la dette extérieure américaine est entièrement libellée en dollars et que les avoirs américains à l'étranger sont en partie en devises étrangères, une baisse du

dollar revalorise ces actifs relativement aux dettes. La dette nette diminue donc. Mais cela n'a un effet stabilisateur que si les créanciers de la dette américaine ne réagissent pas aux pertes de change provoquées par la baisse du dollar. S'ils y réagissent, leur préférence pour le dollar diminue, le montant maximum de dette absorbable aussi et l'ajustement devient plus exigeant ; ce qui requiert une baisse du change encore plus forte. Il serait alors peu vraisemblable que cette baisse auto-entretenu se fasse sans remontée des taux d'intérêt aux États-Unis pour inciter les créanciers étrangers à maintenir leur demande de dollars en dépit de leur intention de la diminuer. Un tel processus peut provoquer une crise financière par retournement des prix d'actifs. C'est bien pourquoi la demande de dollars des Banques centrales asiatiques, surtout de la Chine qui joue un rôle déterminant pour les autres, est cruciale. Corrélativement l'insistance des autorités américaines pour forcer la Chine à abandonner le régime de change fixe, sans envisager de promouvoir des règles concertées dans le système monétaire international, est fort imprudente.

### **Transformer le régime monétaire international**

Le système monétaire international actuel est très inefficace. On a montré qu'il retarde l'ajustement de la dette extérieure des États-Unis et insinue un doute grandissant sur sa soutenabilité. Couplé aux changements dans la division internationale du travail, il ne permet d'envisager qu'un ajustement récessif aux États-Unis. En nourrissant une expansion des liquidités beaucoup plus rapide que la croissance nominale mondiale, il déconnecte les taux longs de la politique monétaire, établit une corrélation élevée des taux longs entre les pays et stimule la hausse des prix immobiliers et des matières premières. Les répercussions ne se trouvent pas dans une remontée de l'inflation conventionnellement définie, mais dans le risque de crise financière par éclatement de bulles sur les prix des actifs. Enfin et surtout, le système monétaire international canalise la plus mauvaise utilisation possible de l'épargne mondiale. Au lieu d'inciter les transferts d'épargne des pays à population vieillissante vers les pays émergents pour y financer la croissance de la consommation, il polarise l'épargne du reste du monde vers le financement à crédit de la consommation du pays le plus riche du monde.

Si donc le G8 avait un minimum de vues prospectives, il reconnaîtrait qu'il y a mieux à faire que de proposer une réévaluation unilatérale du yuan qui ne fait que nourrir la spéculation sur les monnaies asiatiques. Il faut à la fois reconnaître que l'interdépendance monétaire est inhérente à la globalisation financière, mais que la forme asymétrique que lui donne l'hégémonie du dollar doit être modifiée. Cela implique une concertation approfondie en vue de conduire des politiques économiques cohérentes et un forum de gouvernance internationale qui tienne compte de l'évolution des rapports de forces économiques dans le monde.

Les États-Unis doivent prendre en charge l'ajustement de leur balance courante au lieu de le rejeter sur les autres. On a montré que cela passe nécessairement par un ralentissement de leur demande intérieure. Il faut donc que les taux d'intérêt à long terme puissent monter progressivement avec les taux courts. Pour qu'il en soit ainsi, l'accumulation de réserves de change par les Banques centrales asiatiques ne doit plus être automatique.

La Chine doit commencer à réorienter sa croissance vers la demande intérieure en laissant augmenter les termes de l'échange. Dans l'état actuel de son système financier, le meilleur régime monétaire semble être le passage à un ancrage panier, avec des marges implicites de fluctuation sous contrôle des capitaux, pour amorcer une régulation monétaire de la demande intérieure.

Pour réduire l'incertitude sur les taux de change bilatéraux en Asie, un même type d'ancrage pourrait être adopté, après concertation, par les pays émergents de la région. De plus, une initiative commune des deux zones les plus négativement affectées par le régime monétaire actuel, la zone euro et le Japon, pour stabiliser leur taux de change bilatéral aiderait à former un système monétaire international à la fois plus polycentrique et régulé. Bien entendu, pour aller dans ce sens, il y a une condition politique en Europe. La primauté des autorités politiques sur la Banque centrale en matière d'objectif de change doit être affirmée et assumée. Cela passe par un exécutif économique capable de définir une politique de l'euro. Enfin, en contrepoint d'une décélération de la demande dans l'économie américaine, les autorités politiques en Europe et au Japon devraient initier des politiques plus expansives de stimulation de leur demande intérieure.

Les problèmes globaux de gouvernance que de telles réorientations ne manqueront pas de poser doivent être débattus dans

un organe adéquat de concertation monétaire. Le G8 est illégitime dans ce rôle et devrait être remplacé par un G5 composé des États-Unis, du Royaume-Uni, de la zone euro, du Japon et de la Chine. Il devrait pouvoir être ouvert ultérieurement aux grandes puissances émergentes que sont l'Inde et le Brésil.

### **Bibliographie**

---

- AGLIETTA M. (éd.) [1994], *Cinquante ans après Bretton Woods*, Economica.
- AGLIETTA M., BERREBI L. et COHEN A. [2004], « Déséquilibres américains : menace mondiale ? », *Expertises*, n° 3, Groupama Asset Management.
- BLANCHARD O., GIAVAZZI F. et SA F. [2005], *The US Current Account and the Dollar*, BPEA, mars.
- DOOLEY M., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. [2004], « The Revived Bretton Woods System : the Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries », *NBER Working Paper*, n° 10332, mars.
- EICHENGREEN B. [2004], « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », *NBER Working Paper*, n° 10497, mai.
- KING S. [2005], « To Be a Rock and not to Roll : China, the Renminbi and the World Financial Order », *HSBC*, janvier.
- MUSSA M. [2005], « Sustaining Global Growth While Reducing External Imbalances in the United States and the World Economy », in BERGSTEN C.F. (éd.), *Institute of International Economics*, janvier.
- OBSTFELD M. et ROGOFF K. [2004], « The Unstunainable Current Account Position Revisited », *NBER Working Paper*, n° 10869, novembre.