

LES SOUBRESAUTS DU DOLLAR

ET

L'ENDETTEMENT DES RICHES

En 1985, deux évènements importants ont marqué l'actualité économique mondiale: le renversement brutal du marché sur le dollar et le passage au rouge du solde général des comptes des Etats-Unis avec le reste du monde.

Après avoir vécu pendant une quinzaine d'années sous le système des changes flottants - hormis l'entorse régionale, sinon "périphérique", du système monétaire européen (SME) - soudain, une répudiation générale de ce système, d'abord latente et plus ou moins honteuse, ensuite active et de plus en plus ouverte, commence à se manifester. Le pays fondateur lui-même, celui qui l'avait imposé au monde par l'instauration unilatérale de l'inconvertibilité du dollar, partielle en mars 1968, totale depuis août 1971, et n'avait cessé depuis de lui proclamer son inconditionnel attachement, accepte tout d'un coup le principe d'une intervention internationale concertée et y participe lui-même, et ce, non pas pour corriger des déviations marginales conjoncturelles, mais pour stopper une tendance de fond qui, de 1980 à 1985 avait porté le dollar de DM 1,85 à DM 3,47, et pour organiser une chute tout aussi spectaculaire, qui, de février 1985 à aujourd'hui, l'a ramené de DM 3,47 à DM 2,30.

Par ailleurs, vers la fin de 1984, la position créditrice nette des Etats-Unis, déjà érodée par trois années de déficit courant croissant, se renverse et devient débitrice nette, pour la première fois depuis 1914.(1)

On avait déjà fait remarquer que le cas, ^(de l'Angleterre) importatrice nette de capitaux dans la période 1870-1914, se conciliait mal avec

(1) La première guerre mondiale avait mis fin à une autre longue période de position débitrice, celle qui avait commencé à la guerre de sécession et avait permis le développement accéléré de ce pays.

une certaine théorie qui définit l'impérialisme *par* l'exportation du capital. Mais, au moins, l'Angleterre demeurait pendant cette période-là créditrice nette, l'accumulation interne de ses investissements à l'étranger dépassant ses rapatriements de fonds. Cette circonstance procurait une marge d'interprétation de la théorie léniniste qui pouvait diluer sa contradiction avec les faits et continuer à alimenter ainsi certains débats. Dans le cas actuel des Etats-Unis, cette scolastique du sauvetage n'est même plus possible. Déjà importateurs nets de capitaux depuis 1981, les Etats-Unis deviennent aussi, en janvier 1985, débiteurs nets au sens large du terme, capitaux d'emprunt et capitaux à risques confondus. A l'heure qu'il est, ce pays est déjà le plus endetté du monde en termes absolus. Si le déficit de ses comptes courants continue inchangé, il le sera aussi en termes relatifs - rapport dette/PIB - et ce, bien avant la fin du siècle.

Que les deux évènements, les fluctuations désordonnées du dollar d'une part, les mouvements aberrants des capitaux depuis les lieux de la pénurie vers ceux de l'abondance d'autre part, soient d'une façon ou d'une autre liés, cela semble évident, mais la façon précise dont ils le sont pose bien des problèmes. C'est à l'approche de ces problèmes que ce papier est consacré.

I. LE COURS DU DOLLAR

Quels sont les facteurs du marché du dollar? Côté offre, il y a les dollars gagnés par les étrangers par l'excédent de leurs ventes de biens et de services (services financiers y compris) aux Etats-Unis. Côté demande, se présentent ceux qui désirent placer leur épargne dans ce dernier pays.

A partir de là, on explique couramment la longue marche haussière du dollar de 1980 à 1985 par la confiance qu'inspire aux investisseurs l'économie américaine, relativement aux autres pays

industrialisés. Dans le même ordre d'idées, on devrait expliquer la récente baisse, du moins dans la mesure où le marché libre a accompagné les interventions volontaristes dans le même sens des Banques Centrales, par certains événements ou indices affaiblissant cette confiance.

Raisonné de la sorte, c'est oublier que la solvabilité n'est qu'un des déterminants d'un placement, l'autre étant le rendement. En l'occurrence, c'est oublier la variable taux d'intérêt dont les écarts d'un espace monétaire à l'autre vont dans un sens qui contredit cette supériorité présumée de l'espace américain. On peut poser la question: si la signature des Etats-Unis est meilleure, ou, du moins, aussi bonne, que celles, par exemple, de l'Allemagne ou de la Hollande, pourquoi donc se voit-on obligé de payer un taux d'intérêt tellement plus élevé que ceux de ces derniers pays pour attirer les capitaux?

Cela ne signifie pas que la situation économique des Etats-Unis n'est, en réalité, pas bonne. Cela signifie que la corrélation qu'on cherche à établir entre cette situation et le cours du dollar n'est pas pertinente.

D'abord, les capitaux à risque - investissements directs, achats d'actions, immobilier etc. - pour lesquels la qualité de l'environnement pourrait en effet être déterminante, sont, par rapport à l'ensemble des entrées et en solde, c'est-à-dire compte tenu des sorties correspondantes, quantité négligeable. De loin la plus grande partie de la centaine de milliards de dollars entrant aux Etats-Unis, au rythme annuel actuel, en compensation du déficit des transactions courantes, est investie en bons et obligations aussi bien du gouvernement de ce pays que des grandes corporations, dont le revenu est fixe, donc non conditionné par les fluctuations du "cycle", et dont le remboursement dépend de la solvabilité propre du débiteur et très peu de la situation générale, ou - quand il s'agit de corporations - de leurs résultats d'exploitation.

Bien au contraire, des anticipations pessimistes sur la conjonc-

ture incitent généralement à l'achat d'obligations à cause des gains en capital que génère une baisse des taux d'intérêt consécutive à une récession-déflation. Nous avons là l'opposition classique entre les déterminations respectives des deux marchés, celui des titres à revenu variable et celui des titres à revenu fixe. Autant une baisse de l'activité économique déprime le premier, autant elle renforce le second. En revanche, la reprise, en gonflant les résultats des entreprises et les dividendes, dope les actions, tandis qu'en accroissant la demande sur le marché des capitaux et partant en provoquant une tension sur les taux d'intérêt fait reculer les cours des obligations déjà émises à l'ancien taux.

Ensuite, les variations du taux d'intérêt aux Etats-Unis sont conditionnées par l'action volontariste de la FED, soit directement par la fixation autoritaire du taux d'escompte, soit indirectement par ses opérations monétaristes sur le "open market". Le taux d'intérêt devient ainsi une variable exogène et ce n'est plus le taux de change, donc la valeur intrinsèque du dollar, reflet présumé de la santé économique américaine, qui détermine le taux d'intérêt mais les anticipations sur l'évolution de ce dernier qui déterminent le taux de change.

Il faut en effet comprendre que, hormis les investissements directs dont nous avons fait abstraction plus haut, acheter du dollar, c'est acheter des titres de créance libellés en dollars et portant intérêt. Dès sa création hors de l'espace américain, et sauf de petits comptes à vue, transitoires et marginaux, le dollar est d'emblée dollar prêté à un agent américain, public ou privé. Etant rémunéré, il cesse, par définition, d'être un avoir monétaire et devient un avoir financier.

Monnaie de crédit et véhicule de capitaux

Comment le dollar est-il créé hors de l'espace américain? Par le déficit des transactions courantes des USA avec le reste du monde. Certes, le fournisseur étranger qui reçoit un chèque

en dollars de son client américain peut bien le déposer à un compte-dollars à vue (non rémunéré), auprès d'une banque non américaine, pour ensuite mobiliser cet avoir pour régler à son tour des factures libellées en dollars de son fournisseur italien ou mexicain, lesquels régleront de la même façon leurs fournisseurs japonais ou danois et ainsi de suite. Ces "eurodollars", éventuellement "multipliés" par le mécanisme scriptural bien connu prêts-dépôts, auront ainsi les attributs d'une monnaie véritable, de circulation internationale, mais leur support sine qua non demeure un premier jet de dollars "primaires" matérialisé par l'inscription au crédit d'un compte, celui-là porteur d'intérêts, auprès d'une banque américaine au nom d'une institution financière étrangère.

Il s'ensuit que, quand on achète ou l'on vend, sur les marchés des changes, des dollars, (de même que des francs ou des marks), en fait on achète et l'on vend des créances libellées en ces monnaies, puisqu'aucune d'elles n'est plus "stérilisée" par les banques centrales, comme c'était le cas jadis pour les instruments de réserve.

Parités monétaires et taux d'intérêt

Au terme de cette analyse, nous pouvons voir plus clair dans le mécanisme des fluctuations du dollar. Une demande excessive de dollars, à savoir dépassant ex ante la quantité créée par le déficit américain, ne peut être ramenée ex post au niveau de cette quantité (afin que le marché recouvre son équilibre) que de deux façons: (a) par la hausse du cours du dollar, ou, (b) par la hausse des cours des titres libellés en dollars, ce qui signifie la baisse du taux d'intérêt servi par le dollar. Des deux, ce sera la variable la plus élastique qui fera finalement joindre les deux bouts.

Si le taux d'intérêt était fixé sur un marché libre - aussi libre que les marchés de change internationaux - ce serait ^(SWP) ce

marché-là que l'équilibre serait atteint en dernière instance, le taux d'intérêt s'alignant sur l'évolution du taux de change et sur les anticipations y afférant, au lieu que ce soit le taux de change qui s'aligne sur le taux d'intérêt.

On n'aurait alors pas pu avoir l'aberration de ces dernières années où le taux d'intérêt du dollar - monnaie réputée des plus fortes - était souvent plus près de celui des monnaies aussi faibles que, par exemple, la lire italienne, plutôt que de celui des monnaies fortes, comme le mark ou le florin. Ce serait donc la baisse de ce taux, et non la hausse du cours du dollar qui équilibrerait le marché en décourageant une partie des acheteurs-prêteurs.

Mais la politique domestique de la FED a rendu le taux d'intérêt américain relativement rigide à la baisse, et, de ce fait, les marchés internationaux des changes ne pouvaient retrouver l'équilibre qu'en se rabattant sur l'autre moyen: la hausse du cours du dollar. Autrement dit, c'est la restriction de la masse monétaire imposée par la FED pendant la période historique incriminée qui a causé une hausse anormale du taux d'intérêt américain, c'est, ensuite, cette hausse qui a alléché les épargnants étrangers, lesquels, enfin, se sont disputé la quantité donnée des dollars se trouvant hors des Etats-Unis et ont ainsi fait monter le cours du change.

On voit bien ici la contradiction inhérente à un système où c'est la monnaie nationale d'un pays déterminé qui sert de monnaie fiduciaire de réserve sur le plan international. Quels que soient les mérites ou les défauts, pour l'économie américaine elle-même, de la politique monétariste de la FED, ses paramètres n'intègrent pas la circulation extérieure du dollar. L'interpénétration des deux sphères étant donnée, son argument à savoir qu'elle n'intervient pas dans la fixation du taux d'intérêt mais uniquement dans celle de la masse monétaire ne tient pas. Le fait même qu'un taux d'intérêt

de 11% (même 10%, après la baisse récente) ait pu et puisse toujours coexister avec un taux d'inflation de ± 3,5% seulement signifie per se que cette masse est insuffisante. (2)

On voit aussi, dans ce contexte, les raisons pour lesquelles les premières interventions timides des banques centrales européennes, qui ont eu lieu de mars à septembre 1985, ont été quasi inopérantes. Lorsque ces banques vendent des dollars, c'est en fait des créances libellées en dollars qu'elles vendent. Si donc leurs ventes ont un effet direct baissier sur la devise américaine, elles ont, au même moment, un effet haus- sier sur le taux d'intérêt (via la dépréciation des titres mis en vente), ce qui rend les créances libellées en dollars plus attrayantes et crée un effet indirect haussier sur le cours de la monnaie elle-même contrecarrant l'effet baissier premier.

Seule la FED peut intervenir efficacement. Car les dollars qu'elle "vend" sont des dollars primaires, créés ex nihilo, pou- vant, en tant que tels, accroître l'offre de cette monnaie sans en attiser par ailleurs la soif par l'élévation des taux d'intérêt. A condition, naturellement, qu'elle ne compte pas ces dollars dans la "masse monétaire" dont elle s'est fixé comme objectif de contenir la croissance à l'intérieur de sa fameuse "fourchette".

C'est ce que la FED a dû finalement faire. Après avoir tergiver- sé pendant longtemps en laissant transpirer ici ou là un cer- tain agnosticisme sur la portée même du M1 (par rapport aux in- dices plus larges, M2 et M3), après avoir fixé pour 1985 la li- mite supérieure de sa fourchette à 7%, puis l'avoir majorée à 8%, chiffres déjà impressionnants pour une politique d'austérité monétaire, elle a finalement laissé sans réagir son M1 créver

(2) Il est également faux de dire, comme il a été dit, que l'afflux de capitaux étrangers tend à gonfler les liquidités à l'inté- rieur des Etats-Unis provoquant par contre-coup la réaction restric- tive de la FED. Les dollars qui "entrent" ne font que rétablir l'équilibre en restituant à la circulation intérieure les dol- lars qui "sortent" pour payer l'excédent des importations, face à une offre de marchandises justement gonflée par ces importa- tions.

successivement tous les plafonds et croître de 12% dans l'année, pourcentage qui paraît respectable même aux yeux du plus téméraire des partisans de la "relance". (3)

Pendant ce temps son président, Paul Volcker, monétariste des plus intransigeants, allait plus loin que Keynes lui-même en expliquant calmement qu'après tout la reprise économique n'était pas aussi incompatible qu'on le croyait avec une diminution du taux de l'inflation, vu les réserves de potentiel inemployé à l'intérieur des entreprises et la baisse des coûts unitaires consécutive à leur mise en oeuvre. (4)

Puis, de nuance en nuance, le discours sur l'inflation s'affaiblissait imperceptiblement; celui sur les risques d'un ralentissement de la croissance s'affermissait, jusqu'au jour où la FED a sauté le pas. Jusque là, c'étaient des rumeurs, des échos, des propos de coulisse. Cette fois, c'est son plenum du 17 décembre dernier qui, par neuf voix contre une, décide que l'objectif d'une croissance suffisante prime dans les conditions actuelles la lutte contre l'inflation.

On a en fait assisté tout au long de cette période à un changement radical de cap, mais par palliers et en douceur, si bien que l'actualité n'a à aucun moment été très sécouée. Mais le résultat est là. Les taux d'intérêt américains ont fléchi substantiellement et le dollar a fini par chuter très fort à leur

-
- (3) Non seulement la FED a entériné cet accroissement pour 1985, mais sa nouvelle fourchette pour 1986 a été fixée à 3-8%, ce qui signifie qu'elle accepte a priori, sur les deux années 85-86, un accroissement total de 12% plus 8%, soit à intérêts composés env. 21%, sans exclure un nouveau "petit" dépassement, lequel, selon les observateurs, ne serait pas, encore une fois inacceptable.
- (4) Il est en effet remarquable, quoique, à notre connaissance, peu remarqué, que Keynes, tout en plaçant ce qu'il appelait "inflation véritable" au-delà du seuil du plein emploi, n'en conserva pas moins religieusement, tout au long de son oeuvre, le dogme néo-classique des coûts croissants qui fonde, en deça de ce seuil, une variation des prix des facteurs en raison directe de l'activité économique.

suite.

II. MONETISATION DE LA DETTE OU ENDETTEMENT DU MONNAYEUR

Payer ses importations comme il se doit n'a pas le même sens pour un pays quelconque que pour l'émetteur de la monnaie fiduciaire internationale. Les dollars avec lesquels la France règle ses fournisseurs, la France doit les avoir gagnés. Elle doit avoir préalablement fourni elle-même en contre-partie des valeurs réelles au reste du monde. Ils lui coûtent donc autant que l'or qu'ils remplacent. Les dollars que les Etats-Unis utilisent pour régler leurs achats ne leur coûtent rien.

Dans le premier cas, on tire un chèque sur un compte extérieur qui demande à être provisionné. Dans le second, on tire un chèque sur soi-même. Ce chèque, on l'a vu plus haut, va circuler à travers le monde pour financer des opérations de pays étrangers entre eux; il va même probablement faire des "euro-petits". Tant qu'il circule, les Etats-Unis n'ont pas à s'en préoccuper. Non seulement le monde extérieur ne leur demande pas de l' "honneur", mais la croissance séculaire normale des échanges internationaux crée le besoin d'une somme toujours accrue de ces "jetons". Pour les avoir, le reste du monde se trouve obligé de fournir perpétuellement une contrepartie réelle en marchandises et services aux Etats-Unis. Ce transfert unilatéral de ressources vers le pays qui possède le pouvoir "régalien" pourrait ainsi aller indéfiniment.

Pourtant, les autres pays ne perdent apparemment rien dans l'affaire. Si cette monnaie fiduciaire n'existait pas, ils auraient été obligés de financer leurs échanges mutuels avec une quantité correspondante d'or et pour acquérir cet or ils auraient été obligés de transférer au pays producteur du métal la même quantité de ressources que celle qu'ils transfèrent aujourd'hui au producteur des dollars.

En quoi consiste donc le paradoxe du privilège "régalien" qui permet de réaliser un gain sans production ni aliénation? Il consiste en la somme de renoncements temporaires à la réalisation des