

Les problèmes de l'ordre financier mondial sont systémiques, et ont beaucoup à voir avec le système de réserve mondial. Le monde est déjà en train de sortir de l'ère du dollar, mais cela ne veut pas dire qu'il se dirige vers un meilleur système, et - c'est triste à dire - il y a eu fort peu de réflexion là-dessus : on ne s'est guère demandé où il allait, ni quelle serait l'évolution souhaitable. À elle seule, l'initiative proposée ici ferait plus que n'importe quelle autre pour que la mondialisation «marche». Elle n'éliminerait pas les problèmes auxquels les pays en développement sont confrontés, mais elle améliorerait beaucoup les choses. Elle renforcerait la stabilité et l'équité dans le monde. Ce n'est pas une idée neuve, mais c'est peut-être une idée dont l'heure est venue.

Joseph E. Stiglitz

UN AUTRE MONDE

Contre le fanatisme du marché

Edition Fayard
ISBN 35-2948-4
VIII-2006

Extraits du chapitre :
Réformer le système de réserve mondial.

communauté internationale n'a pas donné le financement nécessaire. Remettre une partie des nouveaux greenbacks mondiaux à un fonds spécial de l'UNICEF pour l'éducation pourrait changer nettement la situation.

Comme nous l'avons vu au chapitre 6, le réchauffement du climat est un problème planétaire. La communauté internationale a créé une ligne de crédit mondiale pour aider à financer par des prêts « environnementaux » les surcoûts liés à la réduction des gaz à effet de serre et à d'autres politiques écologiquement saines. Mais elle est considérablement sous financée. Une partie des greenbacks mondiaux pourrait l'alimenter.

Une troisième méthode consisterait à attribuer des fonds à des projets de développement en les mettant en concurrence. Les Etats et les ONG pourraient se porter candidats. Cette concurrence pousserait peut-être à innover dans les moyens de promouvoir le bien-être des populations du monde en développement.

Une quatrième solution, la distribution directe aux individus, pose certainement trop de problèmes pour être praticable. Outre la difficulté de faire parvenir de l'argent aux plus pauvres, cela n'aurait peut-être pas grand sens de leur en donner, puis de leur faire payer les soins médicaux essentiels et l'éducation de base. Les deux versants de la transaction induiraient dépenses inutiles et imperfections. Mieux vaut financer directement des services d'éducation et de santé pour les plus pauvres³².

Au cours de séminaires tenus dans le monde entier, j'ai lancé l'idée d'une réforme du système de réserve mondial, et l'ampleur du soutien qui a été exprimé m'a beaucoup encouragé. George Soros préconise une émission unique de DTS pour financer le développement³³. Mais pourquoi se limiter à un événement ponctuel ?

³² Voir Shantayanan Devarajan, Margaret J. Miller et Eric V. Swanson, «Goals for development, history, prospects and costs», World Bank Policy Research Working Paper n° 2819, avril 2002.

³³ Il y a un seul argument en faveur des transferts directs dans beaucoup de pays en développement : la qualité des services publics de santé et d'éducation est insuffisante. Si les usagers achetaient ces services eux-mêmes (avec de l'argent fourni par les transferts), elle pourrait augmenter sensiblement.

comprennent un effort dans le domaine de la santé, le relèvement du taux d'alphabétisation et l'amélioration de l'environnement dans les pays en développement²⁹27.

Prenons la santé. Le bilan de l'Organisation mondiale de la santé est impressionnant. Certaines maladies, dont la variole, la polio et l'onchocercose³⁰, ont été pratiquement éliminées. Avec davantage d'argent, on pourrait faire beaucoup plus, à un coût relativement faible³¹. Nous savons déjà qu'il est possible de réduire considérablement l'incidence de la malaria en drainant les eaux stagnantes des marais et en utilisant des moustiquaires imprégnées d'insecticide. J'ai visité dans le monde entier des baraques enfumées où la pollution intérieure provoque maladies pulmonaires et affections des yeux ; il suffirait de les doter d'une cheminée. J'ai déjà dit au chapitre 2 que l'on peut réaliser de gros progrès de santé publique ne serait-ce qu'en apprenant aux gens à construire les latrines en aval des sources d'eau potable. Ce sont de petits changements qui peuvent avoir un gros impact sur la vie de millions de personnes, et un accroissement des moyens financiers y aiderait énormément.

De même, on pourrait consacrer une partie de cet argent à universaliser l'alphabétisation. Aujourd'hui, 770 millions de personnes dans le monde restent incapables de lire et d'écrire. L'un des Objectifs du millénaire pour le développement est de permettre à chaque enfant de la planète de recevoir une éducation primaire complète en 2015. Cela ne coûterait pas très cher - de 10 à 15 milliards de dollars par an²⁹ -, mais, jusqu'à présent, la

²⁹ Un rapport de l'ONU a conclu que le coût de réalisation de ces objectifs était modeste - mais très nettement supérieur au niveau actuel des dépenses d'aide extérieure. Cela suggère un niveau plausible d'aide globale au développement permettant d'atteindre les Objectifs du millénaire pour le développement pendant la décennie qui vient : il faudrait 135 milliards de dollars en 2006, et relever le montant jusqu'à 195 milliards en 2015. Ces chiffres représentent respectivement 0,44 et 0,54 % du PIB des pays donateurs (PNUD, Investir dans le développement, op. cit.).

³⁰ Répandue en Afrique noire et en Amérique centrale notamment, cette maladie contractée par piqûres d'insectes provoquait des lésions oculaires pouvant évoluer vers la cécité.

³¹ Selon l'Initiative internationale pour un vaccin contre le sida, les dépenses totales de recherche-développement sur un vaccin contre le VIH en 2002 se sont situées entre 430 et 470 millions de dollars, dont 50 à 70 millions seulement sont venus de l'industrie privée. En revanche, les dépenses totales de recherche-développement bio pharmaceutiques sont d'environ 50 milliards de dollars par an. Initiative internationale pour un vaccin contre le sida, « Delivering an AIDS vaccine: a briefing paper », document d'information du Forum économique mondial, 2002.

Réformer le système de réserve mondial

Le système financier mondial fonctionne mal, et il fonctionne particulièrement mal pour les pays en développement. L'argent coule de bas en haut : il va des pauvres vers les riches. Le pays le plus riche du monde, les États-Unis, ne parvient apparemment pas à vivre selon ses moyens : il emprunte 2 milliards de dollars par jour à des pays pauvres.

Certains des dollars qui passent du monde en développement au monde développé remboursent les dettes gigantesques que nous venons d'évoquer au chapitre précédent. D'autres viennent acheter des bons d'État aux États-Unis et dans d'autres pays à devise « forte » ; ces bons seront ajoutés aux réserves du pays en développement. Ils ont un gros avantage : ils sont extrêmement liquides, et ce pays pourra les vendre immédiatement s'il a besoin d'argent. Mais ils ont aussi un gros inconvénient : ils rapportent très peu. La plupart sont des bons du Trésor à court terme des États-Unis (communément appelés T-bills), qui ont rapporté ces dernières années des intérêts misérables — ils sont descendus jusqu'à 1 %. Il est bien curieux de voir des pays pauvres ayant désespérément besoin d'argent prêter des centaines de milliards de dollars au pays le plus riche du monde. En 2004, le seul flux venu de Chine, de Malaisie, des Philippines et de Thaïlande, essentiellement pour accumuler des réserves, a atteint le niveau monstrueux de 318 milliards de dollars¹ !

Nous avons vu au chapitre précédent tout le mal qu'une dette trop lourde inflige aux pays en développement. Nous avons vu également que l'extrême instabilité de l'économie mondiale - dont celle des taux d'intérêt et des taux de change - peut en un clin d'œil transformer un endettement modéré en fardeau écrasant. Il faudrait assurer des transferts de moyens financiers des riches vers les pauvres, et des transferts de risques des pauvres vers les riches. Or le système financier mondial ne fait ni l'un ni l'autre.

¹ 1. Au moment où ce livre est mis sous presse, le flux de capital net est sortant tous les ans depuis 1997 pour les nouveaux pays industrialisés. Il est sortant tous les ans depuis 2000 pour les autres pays en développement. Voir FMI, Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2004, Washington, DC, FMI, 2004, appendice statistique, tableau 25 ; en ligne à l'adresse : www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/pdf/statappx.pdf.

Puisqu'on laisse les pays pauvres supporter l'essentiel du risque, les crises sont devenues un mode de vie : il y en a eu plus d'une centaine durant les trois dernières décennies². Ce sont les vices du système de réserve mondial qui expliquent en grande partie ceux du système financier mondial. Une réforme simple du système de réserve créerait une économie mondiale plus forte et plus stable. Cette réforme résoudrait aussi l'un des plus graves problèmes de la planète : le manque d'argent pour promouvoir le développement, combattre la pauvreté et assurer une meilleure éducation et une meilleure santé à tous.

Tous les pays du monde ont des réserves. Elles ont de multiples objectifs. Sur le plan historique, elles ont servi à soutenir la devise nationale. Les détenteurs de rands sud-africains ou de pesos argentins se sentaient plus à l'aise en sachant que, derrière ces devises, il y avait des dollars ou de l'or appartenant aux pays qui les émettaient, qu'il leur était en fait possible de convertir ces monnaies en dollars ou en or, lesquels pouvaient servir à acheter des biens et services. Historiquement, l'or a servi de « monnaie » - de moyen d'échange commercial. Les gens achetaient et vendaient des produits alimentaires en les échangeant contre des pièces d'or. Puis on a découvert que la monnaie fiduciaire - des bouts de papier convertibles en or - était beaucoup plus commode. Les États et les banques centrales ont alors émis cette monnaie. Au début, on pensait que la couverture devait être totale pour chaque dollar de monnaie fiduciaire émis, l'État ou la banque centrale devait posséder la valeur d'un dollar en or. On a ensuite constaté que ce n'était pas nécessaire : tout ce qu'il fallait, c'était la confiance dans la monnaie.

Cela voulait dire que les habitants du pays étaient prêts à accepter cette monnaie en paiement, et on pouvait obtenir cette confiance avec une couverture partielle. On a cru au départ que la confiance n'était possible que si l'on avait de l'or en couverture, puis on a compris que l'on pouvait utiliser la devise (ou la dette) d'économies fortes: d'abord la livre sterling britannique, puis, après la Seconde Guerre mondiale, le dollar américain.

Les réserves aident aussi les pays à gérer les risques auxquels ils sont confrontés, ce qui renforce la confiance tant dans le pays que dans sa monnaie. On peut y avoir recours dans les temps difficiles. Elles amortissent

² Gérard Caprio, James A. Hanson et Robert E. Litan (éd.), *Financial Crises: Lessons from the Past, Préparation for the Future*, Washington, DC, Brookings Institution Press, 2005.

Non seulement le nouveau système de réserve mondial résoudrait le problème du financement des biens publics mondiaux, mais il pourrait aussi donner à la communauté mondiale un moyen de manifester son engagement pour la justice sociale au niveau planétaire. Le gros des fonds qui resteraient après le financement des biens publics mondiaux pourrait aller aux pays pauvres. Ce serait un changement majeur de philosophie par rapport à celle que professe implicitement le FMI : s'il a compris la nécessité d'augmenter la liquidité en émettant des DTS, il le fait selon le principe « on donnera à celui qui a²⁷ ». Les riches ont la part du lion. Il y a de nombreuses façons possibles de gérer ces fonds. Inévitablement, on ne sera pas d'accord sur la meilleure ; mais ne laissons pas le mieux prouver qu'il est l'ennemi du bien²⁸26.

Le plus raisonnable est probablement d'associer plusieurs méthodes. La première consisterait à attribuer les fonds aux pays sur la base de leur revenu et de leur population (conformément aux principes de justice sociale, les plus pauvres recevraient une allocation par habitant plus importante). Après l'échec historique de la conditionnalité, les seules conditions concerneraient les externalités mondiales – les coûts qu'un pays impose aux autres. Le plus important est probablement la prolifération nucléaire - seuls les pays fermement attachés à un régime non nucléaire seraient éligibles. Les autres conditions pourraient porter sur des externalités environnementales mondiales comme les émissions de gaz à effet de serre, les émissions de gaz qui fragilisent la couche d'ozone, la pollution des océans, le respect des accords internationaux sur les espèces en péril, etc.

Deuxième méthode : confier la répartition de ces sommes à des institutions internationales - celles qui existent, ou bien de nouveaux « fonds spéciaux » créés sous les auspices de l'ONU -, lesquelles pourraient les remettre à des pays qui accepteraient de verser à ces fonds des Nations unies une contribution d'un montant équivalent. Une partie pourrait aider à atteindre les Objectifs du millénaire pour le développement - les buts que s'est fixés la communauté internationale pour réduire la pauvreté à l'horizon 2015, et qui

²⁷ Évangile selon saint Matthieu, 13, 12

²⁸ Il pourrait y avoir des désaccords sur le rôle des institutions internationales existantes. Certains de leurs adversaires ont moins confiance dans la compétence de ces institutions que dans celles des États nationaux, et ils soutiennent que, avec leurs problèmes presque intrinsèques de gouvernance et de manque de responsabilité démocratique, un succès de la réforme serait peu probable.

l'étranger à l'affaiblissement de la demande globale aux États-Unis - serait aboli²⁵).

S'il se révèle impossible de persuader les États-Unis d'entrer dans le nouveau système de réserve mondial, il existe une autre méthode, plus musclée. Le reste du monde peut s'entendre pour passer à ce système fondé sur l'aide mutuelle et la coopération. Chaque pays accepterait alors d'accroître progressivement dans ses réserves la part des devises des autres pays membres de cette coopérative. Voyant ainsi diminuer les bénéfices engendrés par leur exploitation des pays en développement, les États-Unis seraient de plus en plus incités à adhérer, eux aussi, au nouveau système.

La réforme et le programme général de la mondialisation

Qui recevrait les émissions annuelles de greenbacks mondiaux ? La réponse à cette question a des conséquences importantes pour le bien-être de l'humanité.

La communauté mondiale tient ici une belle occasion de faire fonctionner infiniment mieux la mondialisation²⁶. Celle-ci entraîne une intégration plus étroite des pays du monde entre eux ; cette intégration accroît leur interdépendance, et plus il y a d'interdépendance, plus on ressent la nécessité d'une action commune. Les biens publics mondiaux, dont tous les membres de la communauté mondiale bénéficient, prennent davantage d'importance - pensons par exemple à la santé (trouver un vaccin contre la malaria ou contre le sida), à l'environnement (réduire les émissions de gaz à effet de serre, maintenir la biodiversité dans les forêts tropicales). Ils devraient être tout à fait prioritaires dans l'usage de ces fonds.

²⁵ J'ai déjà dit que le système de réserve mondial encourage la dépense par le déficit. La facilité d'emprunter crée la tentation de le faire sans retenue, comme l'Amérique ces dernières années. Si le dollar n'était plus une monnaie de réserve, cette tentation diminuerait, et les États-Unis n'auraient pas besoin d'énormes déficits budgétaires pour stimuler l'économie, pour compenser les effets du déficit commercial, lequel, nous l'avons vu, n'est que le revers de la médaille de l'accumulation des bons du Trésor américains pour les réserves.

²⁶ Même une réforme plus limitée que celle proposée dans cette section serait extrêmement fructueuse. Même si les greenbacks mondiaux étaient remis aux pays en proportion de leur PIB, les réformes proposées dans ce chapitre amélioreraient la force et la stabilité de l'économie mondiale.

le choc des changements imprévus du coût de l'endettement que provoquent les hausses des taux d'intérêt. S'il y a une épreuve soudaine, par exemple une mauvaise récolte, le pays peut utiliser ses réserves pour importer des produits alimentaires. Le montant des réserves dont un pays a besoin est variable, mais, en gros, il lui en faut suffisamment pour couvrir au moins quelques mois d'importations. Autrefois, les pays en développement détenaient des réserves valant trois à quatre mois d'importations. Ces dernières années, ils les ont portées jusqu'à huit mois.

Au chapitre précédent, j'ai évoqué un autre risque. De nombreux pays ont emprunté à l'étranger en dollars, à court terme. Les prêteurs à court terme sont souvent inconstants. Si une peur soudaine balaie le marché, une crainte que le pays ne puisse pas s'acquitter de ses obligations de débiteur, ils exigent simultanément d'être remboursés - ce qui transforme automatiquement leur crainte en réalité, puisque les pays sont en général incapables de rembourser la totalité de leurs dettes à si bref délai. Si un pays détient de grosses réserves, les investisseurs vont probablement moins paniquer, et, s'ils paniquent, leur débiteur sera plus à même de satisfaire à ses obligations.

Aujourd'hui, la prudence exige que les pays conservent des réserves au moins égales à leurs dettes à court terme libellées en dollars ou dans d'autres devises fortes, comme le yen ou l'euro³.

Les réserves peuvent également servir à gérer le taux de change. Sans elles, celui-ci peut chuter, souvent dans des proportions spectaculaires, quand des investisseurs imprévisibles, des spéculateurs avides ou des opérateurs en devises vendent la monnaie d'un pays. L'instabilité des taux de change peut provoquer une terrible instabilité économique. En contrant ces initiatives - en achetant la devise du pays quand les autres la vendent ou en la vendant quand ils l'achètent -, les États peuvent stabiliser le taux de change, donc l'économie. Mais ils ne peuvent vendre des dollars pour acheter la monnaie locale que s'ils ont des dollars à vendre - dans leurs réserves⁴.

³ C'est-à-dire que les pays doivent avoir l'essentiel des fonds nécessaires pour payer les importations et pour couvrir le niveau de la dette à court terme libellée en dollars.

⁴ La crise du 2 juillet 1997 en Thaïlande, par exemple, s'est produite quand on a compris que le pays n'avait pas assez de réserves pour soutenir sa monnaie.

Les pays ont toujours détenu des réserves, mais leur montant a considérablement augmenté. En quatre ans seulement, de 2001 à 2005, huit pays d'Asie orientale (le Japon, la Chine, la Corée du Sud, Singapour, la Malaisie, la Thaïlande, l'Indonésie et les Philippines) ont plus que doublé leurs réserves totales (elles sont passées d'environ 1000 milliards à 2 300 milliards de dollars). Mais la vraie superstar a été la Chine, qui au milieu de l'année 2006 avait accumulé des réserves près de 900 milliards de dollars - soit nettement plus de 700 dollars de réserves pour chaque homme, femme et enfant dans le pays.

Cet exploit est d'autant plus stupéfiant qu'à la même date le revenu par habitant de la Chine était inférieur à 1 500 dollars par an. Pour les pays en développement pris globalement, les réserves sont passées de 6-8 % du PIB pendant les années 1970 et 1980 à près de 30 % du PIB en 2004⁵. Fin 2006, à en croire les estimations, elles devraient atteindre 3'350 milliards de dollars.

S'il n'y a aucun consensus sur l'explication de cette énorme augmentation, deux facteurs ont manifestement joué un rôle important : le haut degré d'instabilité économique et financière mondiale et la façon dont la crise asiatique de 1997 a été gérée par le FMI. Les pays concernés ont eu le sentiment de perdre leur souveraineté économique ; pire : les politiques imposées par le FMI ont rendu les récessions bien plus graves qu'elles ne l'auraient été sans elles. L'une des raisons pour lesquelles les pays d'Asie orientale de la « classe 1997 » - ceux qui ont appris dans la douleur les leçons de l'instabilité pendant les crises qui ont commencé cette année-là - ont accru leurs réserves, c'est qu'ils veulent être certains qu'ils n'auront plus jamais besoin d'emprunter au FMI. Les autres, qui ont vu souffrir leurs voisins, en sont arrivés à la même conclusion : il est impératif d'avoir assez de réserves pour résister aux pires vicissitudes de l'économie mondiale. La gestion du Taux de change joue aussi un rôle dans cette accumulation de réserves ; un taux de change faible stimule les exportations, et un pays peut le maintenir à bas niveau en vendant la monnaie locale pour acheter des dollars.

⁵ Voir Dani Rodrik, « The social cost of foreign exchange reserves », document de travail du NBER n° 11952, présenté à l'assemblée de l'American Economic Association, Boston, janvier 2006; en ligne à l'adresse: www.nber.org/papers/w11952. Les réserves des pays développés n'ont pas beaucoup changé en pourcentage du PIB : elles sont restées légèrement inférieures à 5 %.

D'ailleurs, Keynes, réfléchissant il y a soixante ans aux problèmes du système financier mondial, est allé jusqu'à suggérer de lever un impôt sur les pays excédentaires pour les dissuader de laisser trop grossir leur surplus²⁴.

Si mal qu'ait fonctionné le système, cela aurait pu être pire. Un seul pays peut - jusqu'à présent - conserver un déficit commercial sans provoquer de crise. Ce sont les États-Unis. Ils sont devenus non seulement le consommateur de dernier ressort, mais aussi le déficit de dernier ressort. Ce pays peut agir ainsi sans problème parce qu'il est le plus riche du monde et que les autres veulent des dollars dans leurs réserves. Mais, si les États-Unis sont capables d'accumuler les déficits plus longtemps que les autres, ils ne pourront pas le faire éternellement. Un jour, il faudra bien faire les comptes.

Le système des greenbacks mondiaux mettrait fin au jeu à somme nulle qui provoque les crises à répétition. Certes, la somme des déficits resterait toujours égale à celle des excédents, mais il y aurait une émission annuelle de greenbacks mondiaux pour compenser - financer - ces déficits commerciaux. Tant qu'ils resteraient modérés, il n'y aurait aucun problème. Il y aurait un amortisseur égal à l'émission de greenbacks mondiaux. Le jeu des déficits-patates chaudes serait bel et bien fini, et on aurait doté l'économie mondiale d'un mécanisme stabilisateur face aux chocs inévitables auxquels elle est confrontée.

Les États-Unis vont peut-être conclure que le système des greenbacks mondiaux dégraderait leur situation, puisque avec lui ils ne recevraient plus d'argent prêté à petit prix par les pays en développement. Mais ces prêts à faible taux d'intérêt que les pays pauvres octroient au plus riche sont, de toute évidence, assez inconvenants. Et les États-Unis bénéficieraient autant que les autres d'une meilleure stabilité de la planète. Avec le système des greenbacks mondiaux, il leur serait plus facile de maintenir leur économie au plein emploi sans déficit budgétaire massif (puisque l'enchaînement que nous venons de décrire - de l'augmentation des réserves en dollars à

²⁴ John Maynard Keynes, « Proposals for an International Clearing Union » (1942), in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, t. 25, op. cit.

Le système des greenbacks mondiaux renforcera la stabilité de la planète pour une autre raison. Les déficits commerciaux ont été l'un des facteurs essentiels des crises à répétition de ces dernières décennies. Quand des pays importent plus qu'ils n'exportent, ils doivent emprunter la différence. Tant que les déficits commerciaux se poursuivent, l'emprunt extérieur se poursuit aussi. Mais un jour les créanciers s'alarment : le pays est trop endetté, il n'est peut-être pas prudent de continuer à lui prêter. Dès que ces questions commencent à se poser, il est probable qu'une crise va vite éclater.

C'est une évidence : si un pays exporte plus qu'il n'importe, d'autres pays doivent importer plus qu'ils n'exportent. En fait, hors discordances statistiques, la somme des déficits et des excédents commerciaux du monde est égale à zéro. Autrement dit, la somme de tous les déficits doit être égale à celle de tous les excédents. C'est la loi d'airain des déficits commerciaux internationaux. Par conséquent, pour qu'un pays comme le Japon, qui tient à être excédentaire, ait un excédent, un ou plusieurs autres pays doivent avoir un déficit de même valeur. De même, lorsqu'un pays parvient à effacer son déficit, il y a forcément ailleurs soit des déficits qui augmentent, soit des excédents qui diminuent, soit les deux.

En ce sens, les déficits sont comme des « patates chaudes » qu'on se refille. Quand, après la crise asiatique, la Corée du Sud, la Thaïlande et l'Indonésie ont éliminé leurs déficits commerciaux et les ont transformés en excédents, il était pratiquement inévitable qu'un ou plusieurs autres pays se retrouvent avec un déficit de très vaste envergure pour équilibrer les gains des premiers. En l'occurrence, ce fut le Brésil. Mais, si la Corée du Sud et la Thaïlande ne pouvaient pas se permettre un déficit commercial, le Brésil ne le pouvait pas non plus. Lorsque les investisseurs ont vu monter le déficit brésilien, leur réaction a été la même que tant de fois dans le passé : ils ont exigé le remboursement de leurs prêts et provoqué une crise. Quand l'économie brésilienne a sombré dans la récession, ses importations se sont contractées et le déficit du Brésil s'est mué en excédent. Et cet excédent signifie, là encore, qu'un déficit de même ampleur a été créé quelque part dans le reste du système mondial.

Si le FMI - et plus généralement la communauté financière - ont été obnubilés par les pays déficitaires, dans lesquels ils ont vu la source de l'instabilité mondiale, l'analyse à laquelle je viens de procéder suggère que le problème vient tout autant des excédents commerciaux que des déficits.

Le coût élevé des réserves pour les pays en développement

Historiquement, je l'ai dit, les réserves étaient détenues en or, et dans certains pays elles le sont encore. Mais aujourd'hui la quasi-totalité des réserves sont des actifs libellés en dollars, parfois des dollars proprement dits, mais plus souvent des bons du Trésor américain, facilement convertibles en dollars. La popularité du dollar dans les réserves internationales est essentiellement due à la domination des États-Unis sur l'économie mondiale et à la grande stabilité historique de cette devise. Est-il possible et souhaitable que le dollar reste la base du système de réserve international ? C'est l'une des questions que je vais traiter. Mais il faut d'abord mesurer le coût sidérant des réserves pour les pays en développement.

Quels que soient les avantages de la détention de ces comptes, ces pays paient très cher l'assurance qu'ils fournissent. Aujourd'hui, les pays en développement obtiennent en moyenne un retour réel de 1 à 2 %, voire moins, sur leurs réserves de plus de 3 000 milliards de dollars⁶. La plupart de ces pays manquent cruellement d'argent. Ils ont des milliers de projets qui pourraient rapporter gros; et s'ils n'avaient pas mis cet argent dans leurs réserves, s'ils ne l'avaient pas prêté aux États-Unis à des taux aussi bas, ils auraient pu l'investir dans ces projets, et il leur aurait rapporté dans les 10-15 % par an⁷. *Ils sont donc obligés de garder des réserves en dollars pour garantir la valeur le taux de change de leur monnaie propre, mais le taux d'intérêt dans ce cas précis est tellement bas que ces réserves représentent un manque des moyens pour de s'investissent, réduisent la quantité de monnaie dans le pays.* Ce différentiel de taux d'intérêt peut être considéré comme le coût des réserves. Les économistes appellent ces coûts - la différence entre ce qu'on aurait pu gagner et ce qu'on a vraiment gagné - les « coûts d'opportunité ».

Si l'on évalue à 10 % - estimation prudente - la différence moyenne' entre les deux pourcentages, le coût réel de ces réserves pour les pays en développement dépasse les 300 milliards de dollars par an. C'est

⁶ FMI, Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2005, Washington, DC, FMI, 2005, appendice statistique, tableau 35

⁷ Dans les premières années de cette décennie, le taux d'intérêt des bons du Trésor est tombé à 1 %. À la mi-2006, il était monté à 5 %. En termes réels, c'est-à-dire en tenant compte de l'inflation, les retours ont été encore plus minuscules. Ils sont passés de -2 % en 2003 à légèrement plus de 1 % en 2006.

considérable⁸. Pour mettre ce chiffre en perspective, il représente le quadruple de l'aide étrangère venue du monde entier, soit plus du double du PIB cumulé de tous les pays en développement, n correspond, en gros, aux estimations de ce qui leur manque pour atteindre les Objectifs du millénaire pour le développement, qui comprennent une réduction de la pauvreté de moitié⁹. Il est de loin supérieur aux gains que les pays en développement pourraient attendre en cas d'accord commercial vraiment favorable dans le Doha Round. (En réalité, nous l'avons vu au chapitre 3, ce qui va probablement en sortir sera au mieux d'une valeur limitée pour ces pays.)

Les coûts du système de réserve mondial pour les pays en développement peuvent être mesurés sous un autre angle. Supposons qu'une entreprise d'un pays pauvre emprunte à court terme 100 millions de dollars à une banque américaine à un taux d'intérêt, disons, de 20 %. Conformément à la règle prudentielle imposant aux pays de maintenir des réserves égales à leur dette à court terme libellée en dollars, le gouvernement de ce pays pauvre devrait - s'il ne veut pas courir le risque d'une crise soudaine - ajouter 100 millions de dollars à ses réserves. Il achète alors pour 100 millions de dollars de bons du Trésor américain, dont le retour est de 5 %. L'emprunt effectué par l'entreprise n'a donc provoqué aucun flux net de capitaux des États-Unis vers le pays en développement. Les deux opérations s'annulent. Mais la banque américaine demande beaucoup plus pour les 100 millions de dollars qu'elle a prêtés que le gouvernement des États-Unis ne paie pour les 100 millions de dollars qu'il a reçus. Il y a donc transfert net de 15 millions de dollars vers les États-Unis. L'affaire est excellente pour la banque américaine et les États-Unis en général, mais mauvaise pour le pays en développement. On voit mal comment le transfert net par le pays en développement de 15 millions de dollars aux États-Unis va stimuler sa croissance ou accroître sa stabilité.

⁸ Rodrik, «The social cost of foreign exchange reserves », op. cit., présente un ensemble de calculs plus prudent. Il se concentre sur les réserves excédentaires - celles qui dépassent la règle traditionnelle des trois mois d'importation - et il effectue des calculs fondés sur un écart de 3, 5 ou 7 % entre le taux de prêt et le taux d'emprunt des souverains. En retenant le nombre médian, il aboutit à un coût proche de 1 % du PIB des, pays en développement.

⁹ PNUD, Investir dans le développement : plan pratique pour réaliser les Objectifs du millénaire pour le développement, en ligne à l'adresse: <http://www.unmillenniumproject.org/reports/french.htm>, p. 57.

peu près inchangées. Même en temps de crise, la vie ressemble beaucoup au passé.

Imaginons, par exemple, une attaque contre la devise. Autrefois, le pays aurait vendu des dollars pour faire remonter sa propre monnaie et soutenir sa valeur - ce qu'il peut continuer à faire tant qu'il lui reste des dollars dans ses réserves (ou qu'il peut en obtenir du FMI). Dans ce nouveau régime, il changerait des greenbacks mondiaux en devises fortes traditionnelles, comme le dollar ou l'euro, qu'il vendrait pour soutenir sa monnaie.

Il y a un détail important : le taux de change entre les greenbacks mondiaux et les diverses devises. Dans un monde de taux de change fixes [le type de monde pour lequel le système des DTS a été initialement conçu], ce ne serait évidemment pas un problème. Avec les taux de change flexibles, c'est beaucoup plus délicat. On pourrait utiliser les taux courants du marché ; ou alors fixer un taux officiel - disons, la moyenne des taux de change des trois dernières années. Dans ce cas, pour éviter que les banques centrales ne profitent des écarts entre les taux courants et le taux officiel, on pourrait imposer des restrictions sur les changes [par exemple, en les limitant aux situations de crise, définies comme un changement majeur du taux de change d'un pays, de son PIB ou de son taux de chômage]. Les greenbacks mondiaux que j'envisage ici ne pourraient être détenus que par des banques centrales, mais une version plus ambitieuse de cette proposition permettrait aussi aux particuliers d'en posséder ; dans ce cas, ces greenbacks auraient leur marché et on pourrait les traiter comme n'importe quelle devise forte.)

Puisque chaque pays détient des greenbacks mondiaux dans ses réserves, il n'est plus obligé d'y mettre (autant de) dollars et (d'euros). Les conséquences sont énormes, tant pour les anciens pays à monnaie de réserve (c'est-à-dire ceux d'aujourd'hui) que pour l'économie mondiale.

Nous avons déjà relevé que le système actuel tend à s'autodétruire: puisque le pays à monnaie de réserve s'endette de plus en plus, sa devise finit par ne plus être une bonne monnaie de réserve. C'est ce qui est en train de se produire pour le dollar. Avec un système de réserve mondial qui ne reposerait plus sur l'endettement croissant d'un seul pays - car là est la contradiction fondamentale du système actuel, qui rend l'instabilité à peu près inévitable -, le monde serait beaucoup plus stable.

remettrait à ce pays pour qu'il les garde dans ses réserves²³. Cette opération ne change rien pour aucun pays : la valeur nette que chacun possède reste la même. Le pays membre a acquis un actif (qui est une créance sur les autres) et il leur a remis une créance sur lui-même. Mais il s'est tout de même passé quelque chose de réel : ce pays a obtenu un actif qu'il pourra utiliser en cas d'urgence. En situation de crise, il pourra convertir ses greenbacks mondiaux en euros, en dollars, en yens. Si le problème est une mauvaise récolte, ces devises permettront d'acheter des produits alimentaires. Si la crise est due à un effondrement des banques, elles serviront à les recapitaliser. S'il s'agit d'une récession, elles seront utilisées pour stimuler l'économie.

L'importance des émissions annuelles serait liée aux accroissements de réserves, ce qui abolirait l'impact dépressif du système de réserve mondial actuel. En postulant qu'au fil des ans le rapport réserves/PIB reste à peu près constant, et que le revenu mondial augmente au rythme de 5 % par an, avec un PIB mondial d'environ 40 000 milliards de dollars, les émissions annuelles seraient approximativement de 200 milliards de dollars. Mais si c'est le rapport réserves/importations qui reste constant, et que les importations augmentent deux fois plus vite que le PIB, les émissions annuelles seraient d'environ 400 milliards de dollars.

Évidemment, ces échanges de bouts de papier ne devraient faire, normalement, aucune différence. Chaque pays continue à vivre sa vie comme avant. Il laisse sa politique monétaire et sa politique budgétaire à

²³ De même que les banques centrales n'ont pas besoin d'une couverture totale de la monnaie qu'elles émettent, la nouvelle autorité monétaire mondiale émettant les greenbacks mondiaux n'a pas besoin de détenir dans ses réserves un montant égal aux greenbacks mondiaux qu'elle émet. Comme le FMI ou la Banque mondiale, les pays membres pourraient accepter de soutenir les greenbacks mondiaux si nécessaire. Cette garantie renforcerait la confiance dans le nouveau système de réserve mondial, mais il est peu probable qu'on ait à faire appel à elle. (Les greenbacks mondiaux ne seraient pas un moyen de transaction ordinaire; ils constitueraient un simple entrepôt de valeur, convertible, dans des conditions spécifiées, en devises utilisables pour acheter des biens et des services.) L'un des aspects importants de la proposition qui va être exposée est qu'il n'est pas nécessaire de lier étroitement l'émission de greenbacks mondiaux aux contributions financières effectuées pour aider à fonder le nouveau système de réserve mondial. J'ai montré comment le système pourrait fonctionner comme un « pur bureau de change » entre les greenbacks mondiaux et les devises nationales, mais l'autorité mondiale pourrait simplement émettre les greenbacks mondiaux (de la même façon que toute autre banque centrale émet une monnaie fiduciaire). J'énonce plus bas les principes qui pourraient guider l'attribution de ces émissions annuelles. Ou alors, ceux qui reçoivent les greenbacks mondiaux pourraient accepter de contribuer pour un même montant au financement des biens publics mondiaux et du développement, de la façon qui sera précisée plus loin.

De plus, il y a eu de fait, dans le pays en développement, un transfert de moyens financiers du secteur public au secteur privé. Le secteur privé a gagné quelque chose à l'opération (sinon, il n'aurait pas emprunté à ce taux élevé), mais l'État a dû bloquer dans ses réserves de l'argent qu'il aurait pu dépenser pour construire des écoles, des hôpitaux ou des routes.

En dépit de ces coûts importants, les réserves ont un effet bénéfique pour les pays en développement : si elles fonctionnent comme prévu, l'économie est moins instable que si elles n'existaient pas. (À les voir accepter de payer un prix aussi exorbitant, on mesure l'énormité des coûts de l'instabilité pour les pays en développement.) Mais les vrais bénéficiaires du système de réserve mondial sont les pays dont les monnaies sont utilisées comme instruments de réserve. Ils obtiennent des prêts à prix réduit: sans la demande de leur devise pour les réserves, il est probable que leurs coûts d'emprunt seraient nettement plus élevés. Puisque près des deux tiers des réserves sont détenues en dollars, les États-Unis sont, en ce sens, le grand gagnant¹⁰. En supposant que le taux d'intérêt qu'ils paient sur ces 3 000 milliards prêtés par les pays pauvres soit inférieur de 1 % seulement à ce qu'ils auraient dû payer normalement, les États-Unis reçoivent plus des pays en développement grâce au système de réserve mondial qu'ils ne leur donnent au titre de l'aide.

Affaiblissement de l'économie mondiale

Le coût du système de réserve mondial actuel pour les pays en développement est le plus visible, mais ce n'est pas le plus important d'un point de vue mondial. Le système de réserve déprime et déstabilise l'économie mondiale. Il rend bien difficile le plein emploi. Cet argent mis dans les réserves, c'est de l'argent qui pourrait contribuer à la demande globale mondiale. On pourrait s'en servir pour stimuler l'économie mondiale. Au lieu de le dépenser en consommation ou de l'investir, les États le mettent sous clé.

Pour bien saisir l'ampleur du problème, il faut savoir que les économies de la planète détiennent plus de 4 500 milliards de dollars dans leurs réserves, qui augmentent à un taux proche de 17 % par an. Autrement dit, chaque année,

¹⁰ FMI, Rapport annuel, avril 2005, appendice 1 : Réserves internationales, tableau 1.2 ; en ligne à l'adresse : www.tmf.org/external/pubs/ft/ar/2005/fra/pdf/file7.pdf.

750 milliards de dollars de pouvoir d'achat sont retirés de l'économie mondiale. Comme si on les enterrait¹¹. Une économie mondiale forte exige une forte demande de biens et de services – assez forte pour correspondre à la capacité de production du monde. On appelle « demande globale mondiale » la demande totale de biens et de services (la somme de la demande des ménages pour consommer, des entreprises pour investir et des administrations publiques) dans le monde entier. Pour que le monde ne subisse pas une insuffisance de la demande globale – qui affaiblirait l'économie mondiale –, il faut, d'une manière ou d'une autre, compenser cette perte. Autrefois, de nombreux pays en développement le faisaient par le laxisme monétaire et budgétaire, qui leur permettait de dépenser au-delà de leurs moyens. Mais si ces dépenses « contribuaient » à la demande globale mondiale, les politiques budgétaires laxistes alourdissaient l'endettement des États, ce qui, nous l'avons vu au chapitre précédent, provoquait souvent des crises coûteuses.

Après plus d'une centaine de crises depuis trente ans, la plupart des pays en développement ont compris la leçon.

Un seul pays peut compenser le déficit de demande globale dû à cet enterrement de pouvoir d'achat. Les États-Unis sont devenus le consommateur de dernier ressort. Ils ont la capacité et – notamment depuis 2000 — la volonté d'avoir d'énormes déficits. L'appétit pour leurs bons d'État comme instruments de réserves est apparemment insatiable, et il n'est que trop facile à l'État d'un pays à monnaie de réserve de s'endetter de plus en plus pour l'alimenter. Les dirigeants politiques américains ont bien du mal à résister à la tentation puisque les autres veulent leur prêter à si bas prix. Depuis que le dollar est devenu la principale monnaie de réserve, c'est si facile d'avoir des déficits budgétaires, de dépenser plus que ce qu'on a. Par deux fois – en 1981 et en 2001 –, les États-Unis ont financé d'énormes réductions d'impôt par le déficit. Ce qui contribue à expliquer l'une des observations faites plus haut : les États-Unis sont le pays le plus riche de la planète, et pourtant ils vivent au-dessus de leurs moyens. Ce faisant, ils rendent service au monde. Sans les folles dépenses des États-Unis, la peur de voir l'économie mondiale devenir très faible, si faible, peut-être, que les prix pourraient se mettre à baisser, aurait pu devenir réalité – cette peur de la déflation qui s'est exprimée dans les premières années du XXI^e siècle et qui

¹¹ FMI, International Financial Statistics, «Total Reserves 1s (w/gold at SDR 35 per oz)», consulté le 15 mai 2006 à l'adresse: <http://ifs.apdi.net> (en utilisant un facteur de conversion de 1,5 dollar par DTS).

autres dans ses réserves, c'est comme si les autres s'engageaient à mettre des ressources à sa disposition en période difficile.

La communauté internationale a déjà compris, avec les droits de tirage spéciaux (DTS), qu'elle peut fournir le type de liquidité qu'envisageait Keynes : les DTS ne sont rien d'autre qu'une monnaie internationale que le FMI est autorisé à créer²¹.

Ma proposition de greenbacks mondiaux ne fait qu'étendre ce concept. J'appelle cette nouvelle monnaie greenbacks mondiaux pour deux raisons : pour souligner que c'est une nouvelle monnaie de réserve mondiale que l'on crée, et pour éviter toute confusion avec le système existant des DTS. Celui-ci pose en effet deux problèmes : les DTS ne sont créés qu'épisodiquement, tandis que les greenbacks mondiaux seraient créés tous les ans ; et les DTS vont essentiellement aux pays riches, tandis que les greenbacks mondiaux ne serviraient pas seulement à résoudre les problèmes financiers de la planète mais aussi certains autres, très graves, auxquels elle est aujourd'hui confrontée, comme la pauvreté et la dégradation de l'environnement au niveau mondial²².

Voici une présentation simplifiée du fonctionnement possible de ce système.

Chaque année, chaque membre du club – tout pays ayant adhéré au nouveau système de réserve mondial – verserait une contribution d'un montant spécifié à un fonds mondial de réserve, lequel émettrait simultanément des greenbacks mondiaux de valeur équivalente et les

²¹ Cela a été fait deux fois, pour une valeur totale de 21,4 milliards de DTS (au 14 juin 2006, un DTS vaut 1,47 dollar). Un DTS est un actif détenu par les banques centrales, convertible dans toute devise. En 1997, le conseil d'administration du FMI a approuvé une nouvelle émission doublant les DTS ; elle deviendra effective quand 60 % des membres (111 pays), représentant 85 % des voix, l'auront acceptée. Fin août 2005, les États-Unis, qui détiennent 17,1 % des voix, ont exercé leur veto de fait.

²² La logique économique qui sous-tend cette proposition est énoncée plus complètement dans Bruce Greenwald et Joseph E. Stiglitz, «A modest proposal for international monetary reform», communication à l'American Economic Association, Boston, 4 janvier 2006 ; en ligne à l'adresse: www.ofce.sciences-po.fr/pdf/documents/nternational_monetary_reform.pdf.

influence dans cette zone, et ils ont fait passer sans hésiter leurs intérêts égoïstes avant le bien-être des pays d'Asie : ils ont réussi à mettre le projet dans l'impasse. Mais quelques années plus tard, en mai 2000, les membres de l'ASEAN (l'Association des pays du Sud-Est asiatique) ainsi que la Chine, le Japon et la Corée du Sud se sont réunis en Thaïlande pour donner le coup d'envoi à l'Initiative de Chiang Mai : ils acceptaient de « s'échanger des réserves », posant ainsi les bases d'un nouveau dispositif de coopération régionale qui les rendrait capables de mieux résister aux crises financières.

La gestion de la crise de 1997 par le FMI a clairement montré les divergences d'intérêts qui opposent cette institution - et par extension les États-Unis - aux pays de la région.

Ces pays se sont tout naturellement demandé : pourquoi placer l'argent de nos importantes réserves dans des pays occidentaux qui nous ont si mal traités, alors que, si chacun de nous détenait les monnaies des autres, nous pourrions garder ces réserves en Asie ? Nous avons besoin d'investir davantage et, si nous devons prêter pour stimuler la consommation de quelqu'un, pourquoi ne serait-ce pas celle, si faible, de nos propres peuples plutôt que les dépenses fastueuses des États-Unis ?

L'initiative avait des dimensions à la fois économiques et politiques. Dans le système de réserve fondé sur le dollar, le taux d'intérêt était plus bas sur l'argent que prêtaient les pays d'Asie que sur celui qu'ils empruntaient. Us en étaient d'autant plus irrités qu'ils épargnaient davantage que les États-Unis et les autres pays avancés et suivaient des politiques budgétaires beaucoup plus prudentes. De plus, ils étaient les éternels perdants de l'instabilité du taux de change.

Dans les années 1990, alors qu'ils étaient débiteurs, la chute de leurs monnaies les avait forcés à rembourser une somme considérablement supérieure — calculée dans leurs propres devises — à celle qu'ils avaient empruntée. Dans les années 2000, maintenant qu'ils sont créanciers, la chute du dollar implique qu'en termes réels on leur remboursera beaucoup moins qu'ils n'ont prêté.

En novembre 2005, une soixantaine de milliards de dollars en monnaies asiatiques avaient été consacrés à ces échanges entre les pays d'Asie, et des accords avaient été conclus pour accroître ce montant. Comme le montre cette initiative, on peut concevoir les réserves comme un système coopératif d'assurance mutuelle. Si chaque pays détient les monnaies des

tourmente le Japon depuis dix ans¹². D'où la question : combien de temps encore les États-Unis pourront-ils continuer à rendre ce service, à dépenser sans compter ? Et y a-t-il d'autres solutions possibles, plus équitables, pour éviter une récession mondiale ?

INSUFFISANCE DE LA DEMANDE GLOBALE DANS LE PAYS À MONNAIE DE RÉSERVE

Nous avons vu que le système de réserve mondial crée un problème général d'inadéquation de la demande globale mondiale. Il crée aussi un problème particulier d'insuffisance de la demande globale dans le pays à monnaie de réserve.

S'il veut que l'on continue à utiliser sa devise à cette fin, un pays dont la monnaie est utilisée comme instrument de réserve doit « vendre » sa monnaie (ou plus exactement ses bons du Trésor ou ses bons d'État) à d'autres pays qui vont la garder¹³. Lorsqu'un pays vend un bon du Trésor à un autre, il est clair que le premier emprunte de l'argent au second, tout simplement. Un État emprunte lorsqu'il dépense plus qu'il ne gagne, et il emprunte à l'étranger lorsque ses propres citoyens n'épargnent pas assez, du moins par rapport à ce qu'ils investissent. Dans ce cas de figure, puisqu'il n'y a pas assez d'argent dans le pays pour financer les dépenses de l'État, celui-ci doit s'adresser à des étrangers pour financer son déficit budgétaire.

¹² La déflation est un symptôme d'insuffisance de la demande globale; et, avec une demande globale faible, la production sera faible et le chômage élevé. Mais la déflation peut être en elle-même un problème, car les emprunteurs doivent rembourser davantage en dollars réels qu'ils n'ont emprunté et prévu de rembourser. L'accroissement du fardeau réel de la dette (associé à l'anémie de l'économie) entraîne souvent des taux de défaillance élevés, lesquels provoquent des problèmes dans le système bancaire. La fin du XIXe siècle et la Grande Dépression ont été des périodes de déflation. L'un des grands économistes de la première moitié du XXe siècle, Irving Fischer, a analysé le rôle de la déflation et de la dette dans la Grande Dépression. Plus récemment, ses théories ont été ressuscitées et modernisées dans des travaux menés par Bruce Greenwald et moi-même. Voir, par exemple, Joseph E. Stiglitz et Bruce Greenwald, *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, New York, Cambridge University Press, 2003.

¹³ En termes d'offre et de demande, le désir des autres de détenir ces bons du Trésor constitue (une partie de) leur demande, et il est facile aux États de répondre à cette demande : il leur suffit d'emprunter de l'argent (en émettant des bons du Trésor). L'emprunt à l'étranger est souvent appelé « flux entrant de capitaux ».

Disons-le autrement : un pays, pris globalement, emprunte à l'étranger quand ce pays, pris globalement, dépense plus qu'il ne gagne. Ce qui signifie qu'il importe plus qu'il n'exporte - et il emprunte pour payer la différence.

Le déficit commercial et l'emprunt extérieur sont les deux faces de la même pièce. Si l'emprunt extérieur augmente, le déficit commercial augmentera aussi: si l'État emprunte davantage sans augmentation correspondante de l'épargne privée (ou sans diminution correspondante de l'investissement privé), le pays devra emprunter plus à l'étranger et le déficit commercial augmentera.

C'est pourquoi les économistes évoquent souvent le « problème des déficits jumeaux ». Quand l'emprunt de l'État augmente - c'est-à-dire quand le déficit budgétaire augmente -, il est probable que le déficit commercial augmentera aussi¹⁴.

On peut considérer le pays à monnaie de réserve comme un exportateur de bons du Trésor. Mais exporter des bons du Trésor, ce n'est pas comme exporter des voitures, des ordinateurs ou tout autre produit : c'est une exportation qui ne crée pas d'emplois. C'est pourquoi les pays dont les devises servent d'instruments de réserve et qui exportent des bons du Trésor au lieu d'exporter des marchandises ont souvent un problème d'insuffisance de la demande globale¹⁵. Pour le dire autrement: nous avons

¹⁴ L'épargne nationale totale est la somme des épargnes des ménages, des entreprises et de l'État. Le déficit budgétaire - la différence entre les recettes de l'État et ses dépenses - représente tout simplement une épargne négative. Quand le déficit budgétaire augmente, le résultat (sauf si l'épargne des ménages ou des entreprises augmente) est une baisse de l'épargne nationale globale ; et si l'investissement reste le même, cela signifie qu'il y aura pénurie de capitaux : le pays devra emprunter davantage à l'étranger. C'est pourquoi les déficits budgétaire et commercial évoluent parallèlement, sauf si l'investissement ou l'épargne privée changent aussi. Dans les années 1990, le déficit budgétaire a diminué mais l'investissement a augmenté, si bien que le déficit commercial est resté important. Les déficits budgétaires signifient que l'État est de plus en plus endetté. Les déficits commerciaux signifient que le pays est de plus en plus endetté. Les deux phénomènes peuvent poser problème, notamment quand le pays ou l'État dépensent en consommation ce qu'ils empruntent au lieu de l'investir.

¹⁵ Le risque d'insuffisance de la demande globale se manifeste non seulement au niveau mondial, mais aussi dans le pays à monnaie de réserve. Techniquement, nous pouvons formuler ce qui se passe de la façon suivante: les importations nettes retirent quelque chose à la demande globale. (Il y a un autre canal par lequel la demande étrangère de réserves peut faire pression à la baisse sur la demande globale dans le pays: la hausse de la demande de la monnaie du pays

Mais, heureusement, les conséquences économiques à long terme de tensions dans les relations sino-américaines ne sont aujourd'hui que l'ombre d'un nuage à l'horizon lointain. Elles ne font qu'ajouter un élément d'incertitude de plus à un système financier mondial déjà sous très forte tension.

Faire fonctionner la mondialisation : un nouveau système de réserve mondial

Le système de réserve fondé sur le dollar n'est peut-être pas la seule source de l'instabilité financière mondiale, mais il y contribue. L'économie mondiale va-t-elle dériver vers un autre mécanisme tout aussi problématique - comme le système à deux devises dont elle semble se rapprocher aujourd'hui -, ou s'attaquera-t-on au problème de fond ? Toute la question est là.

Il existe une solution d'une simplicité remarquable, trouvée depuis longtemps par Keynes : la communauté internationale pourrait fort bien émettre une monnaie fiduciaire nouvelle qui servirait de monnaie de réserve (Keynes l'appelait le « bancor »)¹⁹. Les pays du monde accepteraient de changer cette monnaie fiduciaire - appelons-la les greenbacks²⁰ mondiaux - contre leur propre devise, par exemple en temps de crise. Ce n'est pas seulement une possibilité théorique.

En Asie, une initiative régionale en partie fondée sur les mêmes concepts est déjà en cours. Ses origines remontent à la crise asiatique : au plus fort de la tourmente, le Japon avait proposé que les pays d'Asie coopèrent pour créer un Fonds monétaire asiatique, et avait généreusement offert de contribuer à son financement à hauteur de 100 milliards de dollars. On avait grand besoin de cet argent pour aider au rétablissement des économies de la région. Mais les États-Unis et le FMI ont tout fait pour empêcher cela. Tous deux craignaient qu'un Fonds monétaire asiatique ne compromette leur

¹⁹ John Maynard Keynes, « Proposals for an International Clearing Union » (1942), in Donald E. Moggridge (éd.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, t. 25, Activities 1940-1944, Londres, Macmillan, 1980, p. 168-195.

²⁰ Greenback était l'appellation populaire du « dollar non convertible » créé par Lincoln pendant la guerre de Sécession. Il est ensuite devenu aux États-Unis l'enjeu et le symbole d'une lutte sociale intense en faveur d'une création monétaire active.

rapporterait pas grand-chose aux États-Unis. Et il est probable que ceux-ci le comprennent aussi.

Bien que la Chine et les États-Unis aient besoin l'un de l'autre, il est évidemment toujours à craindre que des forces politiques échappent soudain à tout contrôle : un parlementaire américain, élu dans une circonscription où l'emploi a particulièrement souffert des importations chinoises, pourrait tenter d'agiter l'opinion sur l'injustice supposée des pratiques commerciales de la Chine ; les États-Unis pourraient prendre parti pour Taiwan à l'heure où certains hommes politiques de l'île agitent les eaux troubles des relations sino taiwanaises.

Sera-t-il acceptable dans ces conditions, étant donné le système politique chinois, que la Chine aide ouvertement les États-Unis en leur prêtant des centaines de milliards de dollars ? Y aura-t-il des pressions sur le gouvernement chinois pour qu'il se défasse, au moins, d'une grosse quantité de dollars, même s'il doit lui en coûter ? Bien que les banques centrales œuvrent pour la stabilité, la politique peut prendre le pas sur l'économie et imposer des actes qui, économiquement, ne sont dans l'intérêt de personne.

La possibilité d'une vente massive de dollars déclenchée par des forces politiques ne saurait être écartée, et, si elle se produit, nous pourrions voir le dollar chuter. Les économistes se plaisent à croire que tous les prix dépendent de forces économiques, mais ceux des devises nationales, au moins, sont déterminés autant par la politique que par l'économie.

Si, dans les deux pays, les esprits raisonnables comprennent les réalités, il y a en fait une forte asymétrie : la Chine n'a pas vraiment besoin d'envoyer ses produits aux États-Unis en échange de bouts de papier dont la valeur diminue et qui servent à financer les déficits américains. Il est un peu paradoxal de constater que la Chine a financé une réduction des impôts des individus les plus riches du pays le plus riche du monde. Au lieu de prêter de l'argent aux États-Unis pour accroître la consommation de ces gens-là, elle pourrait le prêter à son propre peuple, ou financer des investissements sur son propre territoire. Il serait infiniment plus facile à la Chine de réorienter sa production vers ses consommateurs ou son investissement qu'aux États-Unis de trouver une autre source de financement bon marché de leurs déficits.

vu que la contrepartie de l'emprunt à l'étranger (l'émission de bons du Trésor) est un déficit commercial ; les importations sont supérieures aux exportations; or, si les exportations créent des emplois, les importations en détruisent; donc, quand les importations dépassent les exportations, cela crée un risque réel d'insuffisance de la demande globale. La demande globale qui aurait dû se traduire par des emplois dans le pays se traduit par une demande de marchandises produites à l'étranger. La plupart des gouvernements démocratiques ne peuvent pas rester les bras croisés face à la montée du chômage. Ils interviennent en général en réduisant les taux d'intérêt ou en augmentant les dépenses publiques. Malheureusement, comme l'a montré le ralentissement des États-Unis de 2001 à 2003, même des taux d'intérêt proches de zéro ne suffisent pas toujours à rétablir la croissance forte et le plein emploi.

De grosses dépenses financées par le déficit peuvent être nécessaires¹⁶. Selon cette analyse, c'est le déficit commercial qui induit le déficit budgétaire et non l'inverse. L'examen de la structure des déficits commerciaux et budgétaires américains depuis un quart de siècle confirme cette façon de voir. Ce qui est remarquable dans le cas des États-Unis, c'est qu'ils ont eu des déficits commerciaux dans les bonnes comme dans les mauvaises périodes - qu'il y ait eu ou non un déficit budgétaire. On peut considérer les années 1990 comme une période exceptionnelle : grâce au boom de l'investissement, l'économie a pu rester en situation de plein emploi même sans déficit budgétaire ; mais l'écart entre investissement et épargne a persisté - si l'élimination du déficit budgétaire a accru l'épargne nationale, l'investissement national a augmenté presque d'autant.

Donc, même si le déficit budgétaire a disparu, le déficit commercial est resté massif, puisque les États-Unis ont continué à fournir au monde les bons du Trésor que les autres pays voulaient pour leurs réserves.

de réserve, ou de ses bons du Trésor, entraîne, dans un système de taux de change flexibles, une appréciation de sa devise, ce qui affaiblit ses exportations et accroît ses importations.

¹⁶ Quel que soit le parti au pouvoir, étant donné l'insuffisance de la demande globale, il y aurait des pressions politiques en faveur d'une politique budgétaire expansionniste. De ce point de vue, il faut percevoir le déficit commercial comme un phénomène déterminé, au moins en partie, par la demande de bons du Trésor du pays pour les réserves. Le déficit budgétaire s'ajuste aux variations du déficit commercial. Cette perspective franche sur une grande partie des analyses actuelles, qui estiment que le déficit budgétaire est déterminé par des décisions politiques (comme les réductions d'impôts), et que le déficit commercial s'ajuste pour refléter les écarts qui en résultent dans l'épargne nationale et l'investissement intérieur.

Vue sous cet angle, la raison profonde du déficit commercial persistant des États-Unis est leur rôle de pays à monnaie de réserve : les autres pays persistent à accumuler des bons du Trésor américain. Le problème est que ce système est insoutenable. La montée de l'endettement finit par miner la confiance, qui est nécessaire pour maintenir le dollar dans son rôle de monnaie de réserve. Certes, l'Amérique a les moyens de rembourser ce qu'elle doit. Mais plus son endettement grandit, plus grandit le risque d'une réduction de la valeur de sa dette en termes réels - par l'inflation. Même une légère hausse du taux d'inflation peut avoir un gros impact d'« effacement » partiel de la valeur réelle de la dette. Au cours de mes discussions dans diverses régions du monde avec des investisseurs et des dirigeants de banques centrales, j'entends cette crainte s'exprimer de plus en plus ouvertement. Et si la confiance dans le dollar faiblit, la valeur du dollar devient plus instable.

Instabilité

Cette remarque m'amène au dernier type de coûts majeurs du système de réserve mondial : l'instabilité qu'il provoque. Les réserves ont pour objectif de réduire les coûts de l'instabilité. Or, paradoxalement, si elles réduisent ces coûts pour chaque pays, le système de réserve mondial actuel, directement et indirectement, est un stimulant majeur de l'instabilité mondiale. Et celle-ci a été vraiment énorme. Par exemple, en moins de deux ans, de février 2002 à décembre 2004, la valeur du dollar par rapport à l'euro s'est effondrée de près de 37 %. Cette chute considérable a secoué le monde financier et balayé l'idée, alors largement partagée, selon laquelle la puissante position du dollar était inexpugnable.

On en avait déjà douté à une autre époque. Trop lointaine pour que les jeunes traders qui ont décidé du destin des taux de change au début des années 2000 s'en souviennent. Une crise passée, au début des années 1970, offre une toile de fond aux angoisses d'aujourd'hui. Depuis la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis étaient persuadés que les attaques spéculatives contre les monnaies pouvaient être un problème pour les pays faibles d'Europe, mais qu'eux-mêmes n'auraient jamais à affronter ce type de difficulté. Ce n'était qu'un vain espoir. Les États-Unis avaient, à l'époque, un taux de change fixe - le dollar était convertible en or, à 35 dollars l'once. Une attaque spéculative contre le dollar les a alors obligés à renoncer à la

Mais c'est là que la Chine et le Japon ont un problème : leurs avoirs en dollars sont si colossaux que, s'ils en vendent rapidement de gros volumes, ils déclencheront une pression à la baisse sur le dollar qui va dévaloriser le reste de leurs réserves, toujours en dollars. Les banques centrales chinoise et japonaise ont intérêt à maintenir la stabilité, et elles ne sont sujettes ni aux paniques, ni aux accès de pessimisme ou d'optimismes irrationnels qui caractérisent les marchés.

De plus, toute stratégie de taux de change a une dimension politique, et particulièrement celle de la Chine. Dans les relations économiques sino-américaines, chacun est en partie l'otage de l'autre. La Chine dégage un énorme excédent de son commerce bilatéral avec les États-Unis : elle leur vend beaucoup plus qu'elle ne leur achète. Mais, en achetant des bons américains pour des milliards et des milliards de dollars, elle permet aux États-Unis de poursuivre leurs dépenses déficitaires. Les États-Unis et la Chine connaissent la nature de leur dépendance mutuelle ; c'est pourquoi leurs différends dépassent rarement le stade de la rhétorique.

Les États-Unis affirment à grands cris que l'injuste politique de taux de change de la Chine est à la source de leurs déficits commerciaux. La Chine a laissé son taux de change s'apprécier légèrement, mais elle sait que, même s'il montait davantage, l'excédent du commerce bilatéral ne diminuerait que fort peu. En outre, une modification du taux de change du yuan n'aurait aucun impact sur le déficit commercial global des États-Unis, qui est lié à leurs déséquilibres macroéconomiques - ils épargnent moins qu'ils n'investissent, et leur énorme déficit budgétaire aggrave le problème. Les Américains achèteraient simplement davantage de textile, disons, au Bangladesh. En même temps, une forte appréciation de la devise chinoise réduirait les prix des produits agricoles, déjà faibles en raison de la distorsion des prix mondiaux par les subventions américaines et européennes, comme nous l'avons vu au chapitre 3.

Elle rendrait donc la vie plus difficile aux Chinois du secteur rural - composante de la population qui prend déjà du retard. La Chine pourrait compenser cet effet en subventionnant ses agriculteurs, mais elle devrait alors réorienter à cette fin des ressources financières dont elle a grand besoin pour promouvoir son développement. Bref, la Chine sait que, si elle laissait s'apprécier son taux de change, cela lui coûterait fort cher - et ne

environ 100 milliards de dollars sont entrés en Chine en plus de l'investissement direct étranger.)

Cette évolution soumettra le dollar à une pression à la baisse de plus en plus vive. Simultanément, comme les investisseurs se désengageront des titres américains, les cours des actions commenceront à baisser ou à stagner. Garder de l'argent aux États-Unis passera de plus en plus pour une mauvaise idée.

Les conséquences des hausses de taux d'intérêt à moyen et à long terme risquent d'être particulièrement graves, étant donné l'endettement massif des ménages, dont beaucoup ont effectué de gros emprunts immobiliers en raison de l'exceptionnelle faiblesse des taux d'intérêt. L'important n'est pas le niveau moyen d'endettement mais le nombre des ménages qui auront des difficultés à rembourser. La part croissante des emprunts immobiliers à taux variables rend la situation particulièrement inquiétante.

La sortie du dollar peut se faire de manière ordonnée, en douceur, s'étendre sur plusieurs mois, voire sur des années. Elle peut aussi être désordonnée : un krach. Dans le premier cas, le marché boursier américain subirait un simple malaise ; les cours pourraient même continuer à monter, mais moins vite qu'ils ne l'auraient fait sans cela. Dans le second, l'économie américaine entrerait en récession. Si un krach a lieu, il est difficile de prédire, comme toujours, quel genre d'événement pourrait le déclencher. Même avec le recul, on a du mal à mettre au compte d'un événement précis celui d'octobre 1987, qui a effacé en un jour près de 25 % de la valeur des actions américaines. Mais quantité d'événements, dont des rumeurs sans fondement, pourraient faire l'affaire. La situation au Moyen-Orient pourrait se détériorer encore plus. Un nouvel attentat terroriste aux États-Unis pourrait montrer que, malgré l'argent dépensé, l'Amérique reste vulnérable.

Si l'endettement croissant des États-Unis - évolution historique prévisible pour le pays à monnaie de réserve - est une source majeure de l'instabilité financière que subit aujourd'hui le monde, la contrepartie de cet endettement - la détention massive de dollars par la Chine et le Japon - a été une force stabilisatrice. À eux deux, ces pays ont énormément accru leurs réserves, de plus de 1 000 milliards de dollars entre 2000 et 2006 seulement. Une saine gestion, je l'ai dit, incite à se dégager du dollar et à faire une plus large place à l'euro - la Chine évolue déjà dans cette direction.

convertibilité du dollar en or : ils ont laissé le dollar flotter, et les marchés déterminer eux-mêmes le taux de change.

Le système de réserve mondial fonctionne, même s'il fonctionne mal. Mais il souffre d'un vice caché fondamental : il s'autodétruit. Le pays à monnaie de réserve est conduit à s'endetter de plus en plus, ce qui finit par rendre sa devise inapte à servir de monnaie de réserve.

Déjà, le système s'effiloche sur les bords. Début 2005, la Chine a fait savoir qu'elle ne s'engageait plus à détenir ses réserves en dollars. Elle en avait d'ailleurs déjà transféré une partie importante (environ un quart) hors du dollar, mais l'annoncer publiquement avait une immense portée symbolique. D'autres banquiers centraux, plus fidèles à leur habitude de fuir le regard du public, m'ont discrètement confié qu'ils en faisaient autant.

Ces changements dans la politique des banques centrales, ce désengagement du dollar sont rationnels. Quand on était persuadé que les réserves devaient être composées d'or ou de dollars fondés sur l'or, nul ne songeait à les gérer. Depuis 2000, un bouleversement majeur s'est produit dans les esprits. Les banquiers centraux ont compris qu'ils n'ont pas besoin de dollars pour soutenir leur monnaie ; les devises étant librement convertibles entre elles, l'important n'est pas le nombre de dollars mais la valeur totale des réserves. La question devient donc : comment gérer au mieux cette fortune - et les principes de la gestion des fortunes sont bien connus, notamment la diversification. Puisqu'une si forte proportion des réserves est en dollars, diversifier signifie sortir du dollar.

L'une des raisons de ce changement de mentalité est claire : les banques centrales avaient constaté que le dollar était un mauvais instrument pour stocker de la valeur. Traditionnellement, les banquiers centraux concentrent leur attention sur l'inflation : personne ne veut détenir une monnaie dont la valeur, en termes de pouvoir d'achat, est en train de considérablement s'éroder. Avec son inflation faible, le dollar paraissait un excellent moyen de stocker de la valeur. Mais pour ceux qui vivent hors des États-Unis, sa valeur dépend du taux de change. Les banquiers centraux et le FMI auraient dû créer un système de taux de change stables : ils ont échoué - lamentablement échoué. Lorsque son taux de change avec le yen était relativement stable, le dollar était un bon moyen de stocker de la valeur pour les Japonais. Mais quand sa volatilité s'est accrue, quand son taux de

change avec le yen s'est mis à fluctuer énormément, le dollar a perdu cette qualité : il ne pouvait plus être un bon instrument de conservation de valeur pour le Japon. Il en a été de même en Europe et ailleurs : à cause de son instabilité croissante, le dollar n'est plus, au niveau mondial, un bon moyen de conserver de la valeur.

En 1995, par exemple, le dollar a perdu en quelques mois 20 % de sa valeur par rapport au yen. L'inflation aux États-Unis était faible, mais les Japonais qui avaient des comptes en dollars ont constaté que leur pouvoir d'achat au Japon en avril 2005 était bien inférieur à celui de janvier. Avec l'euro, la perte de valeur du dollar a été encore plus forte, et sur une période plus longue. Les coûts d'opportunité étaient aussi extrêmement lourds : s'ils avaient conservé leur fonds en euros et non en dollars, les détenteurs de réserves s'en seraient beaucoup mieux trouvés. Cette notion de coût d'opportunité, de « manque à gagner », devient particulièrement importante dans le cas des pays d'Asie orientale, qui détenaient, fin 2003, environ 1 600 milliards de dollars en devises fortes (essentiellement des dollars). Si leurs réserves, l'année suivante, avaient été en euros et non en dollars, leurs bilans auraient été supérieurs de 11 % - 180 milliards de dollars environ. C'est beaucoup d'argent jeté par les fenêtres.

Certes, nul ne peut prédire les mouvements des taux de change, mais c'est justement pour cela que la théorie moderne du portefeuille insiste sur la diversification : ne mettez pas tous vos œufs dans le même panier. Une dynamique s'est enclenchée qui n'est pas bonne pour le dollar : quand les banques centrales se dégagent du dollar, il s'affaiblit, ce qui renforce l'idée qu'il n'est pas un bon instrument pour stocker de la valeur.

L'émergence de l'euro a accéléré l'effritement du système de réserve fondé sur le dollar. Bien que l'Europe soit accablée de problèmes - croissance faible, chômage élevé, crise de la constitution -, l'euro reste une monnaie forte. La logique de la diversification est claire : quel que soit le jugement que l'on porte sur l'avenir respectif de l'Europe et des États-Unis, il faut avoir dans ses réserves de grosses quantités de leurs devises. Au début, l'Europe s'est réjouie du phénomène. La perspective de voir l'euro devenir monnaie de réserve l'a soulagée, car elle voulait que sa nouvelle devise inspire le respect.

Et son adoption comme instrument de réserve prouvait qu'elle l'inspirait. Mais, quand la réalité des conséquences de ce statut s'est éclaircie,

l'enthousiasme européen est devenu moins unanime. Quand les banques centrales vont acheter des euros pour faire une plus large place à cette monnaie dans leurs réserves, le cours de l'euro va monter, ce qui va gêner les exportations de l'Europe et exposer son territoire à une marée d'importations¹⁷, il lui sera de plus en plus difficile de maintenir le plein emploi. Comme le chômage y est déjà très élevé et que sa banque centrale est tenue de se concentrer exclusivement sur l'inflation et pas du tout sur l'emploi et la croissance, il y a vraiment de quoi s'inquiéter sur les perspectives macroéconomiques de l'Europe¹⁸.

SCÉNARIOS - DE L'INSTABILITÉ ÉVOLUTIVE À LA CRISE

Le problème inhérent au système de réserve mondiale est clair. La façon dont il va se résoudre l'est moins. Plusieurs scénarios sont possibles - des crises à l'évolution graduelle.

Voici ce qui pourrait se produire dans les prochaines années. Les États-Unis étant toujours plus endettés, les doutes sur la santé du dollar se précisent. Au début, quelques investisseurs pensent qu'il serait plus prudent de placer leur argent ailleurs. Ils le font, et le dollar chute. (Sa remontée partielle en 2005 est due, au moins en partie, aux rapatriements de profits des entreprises. Les profits rapatriés cette année-là ont bénéficié de taux d'imposition particulièrement faibles, ce qui a induit des taux de rapatriement anormalement élevés. Au milieu de 2006, le dollar a recommencé à s'affaiblir.)

Compte tenu de cette dévalorisation du dollar, il apparaît que conserver ses capitaux en dollars est une ineptie : les retours sont vraiment trop réduits pour justifier ce risque. Certes, tout pari comporte une part d'incertitude, mais si le dollar leur paraît vraiment risqué, les investisseurs seront toujours plus nombreux à faire passer une part toujours plus importante de leurs capitaux du dollar à l'euro, au yen ou, si possible, au yuan, la monnaie chinoise. (En 2004, malgré les contrôles des mouvements de capitaux,

¹⁷ Bien sûr, il pourra plus tard arriver un moment où la confiance dans l'euro s'érodera aussi, en raison de l'ampleur croissante de la dette en euros.

¹⁸ De plus, le pacte de stabilité et de croissance européen interdit aux pays membres de l'Union européenne d'effectuer d'importantes dépenses par le déficit. Comme ces limites de déficit sont régulièrement violées, on peut se demander si, de facto, ce pacte est encore en vigueur.