


# Le dollar, arme fatale des Etats-Unis

---

 lesechos.fr/idees-debats/cercle/0600417366072-le-dollar-arme-fatale-des-etats-unis-2233804.php

Patrick Artus, *Les Echos*, 4 janvier 2019

Si le dollar perdait son statut de monnaie de réserve, les conséquences seraient catastrophiques.

## LE CERCLE/POINT DE VUE - En l'absence d'une monnaie de réserve mondiale concurrente, le dollar reste le meilleur atout, pour les Etats-Unis, pour continuer à attirer sur son sol l'épargne du monde entier et financer ainsi ses déficits.

---

Le fonctionnement du Système monétaire international a beaucoup évolué ces dernières années. Depuis la seconde moitié des années 1990, jusqu'en 2013, ce fonctionnement était dominé par la relation bilatérale entre les Etats-Unis et la Chine.

La Chine avait un très important excédent d'épargne, par rapport à ses besoins d'investissement, et dégagait donc un énorme excédent extérieur. Pour éviter que cet excédent conduise à une très forte appréciation du taux de change du renminbi chinois, la Banque centrale de Chine accumulait de très importantes réserves de change (qui ont dépassé 4.000 milliards de dollars), en majorité investies en actifs financiers en dollars, en particulier en titres du Trésor des Etats-Unis.

Ces achats de dollars par la Chine empêchaient la dépréciation du renminbi par rapport au dollar et finançaient les déficits jumeaux, extérieur et budgétaire, des Etats-Unis. Cet accord entre les Etats-Unis et la Chine était mutuellement avantageux : la Chine prêtait aux Etats-Unis des capitaux qui finançaient les achats de produits chinois par les consommateurs américains. Mais, depuis 2014, le fonctionnement du Système monétaire international a considérablement changé.

### La Chine ne peut plus financer l'Amérique

---

La Chine perd des réserves de change (elle a perdu plus de 1.000 milliards de dollars), d'une part parce que son excédent commercial est devenu plus faible, d'autre part en raison des sorties de capitaux du secteur privé, qui se poursuivent malgré les contrôles sur les sorties de capitaux.

Les déficits extérieur et budgétaire des Etats-Unis ne peuvent donc plus être financés par la Chine. Les sorties de capitaux en Chine ne viennent en effet plus de la Banque centrale et

de ses achats d'obligations du Trésor des Etats-Unis, mais d'agents économiques, en particulier d'entreprises qui font des acquisitions à l'étranger, beaucoup plus en Europe qu'aux Etats-Unis.

Or les Etats-Unis continuent à avoir des déficits jumeaux (budgétaire et extérieur), et ces déficits vont empirer. En effet, l'administration Trump a choisi de mener une politique budgétaire expansionniste (le déficit public des Etats-Unis sera de l'ordre de 5,5 % du produit intérieur brut en 2019) dans une situation de plein-emploi (le taux de chômage est de 3,7 %). Cela conduira nécessairement, avec la stimulation de la demande, à une dégradation supplémentaire du commerce extérieur du pays.

## Pays émergents et zone euro

---

Comment les déficits jumeaux des Etats-Unis seront-ils financés, si ce n'est plus par la Chine ? Pour l'essentiel, le financement des déficits américains exige que les capitaux sortent des pays émergents et de la zone euro pour se diriger vers les Etats-Unis. Cela a été le cas de 2013 au début de 2016 puis à nouveau depuis le début de 2018 en ce qui concerne les pays émergents, de 2010 à 2016 puis à nouveau depuis le début de 2018 en ce qui concerne la zone euro.

Les Etats-Unis exploitent donc habilement le rôle de monnaie de réserve du dollar : il leur permet d'attirer facilement des capitaux au détriment des autres pays, aujourd'hui pays émergents et zone euro, et de financer ainsi leurs déficits. Cela leur permet de conserver un taux d'épargne très faible des ménages, qui explique le déficit extérieur structurel, de baisser aujourd'hui les impôts des entreprises, d'où la forte augmentation du déficit public et progressivement du déficit extérieur.

Le fait que les capitaux sortent des pays émergents et de la zone euro affaiblit bien sûr les économies de ces pays, en détournant vers le financement des déficits américains des capitaux qui auraient pu financer des investissements dans les émergents et en Europe.

## Absence de concurrent

---

Cela met en évidence le risque majeur pour les Etats-Unis : que le rôle de monnaie de réserve, de monnaie attractive du dollar recule et qu'il devienne difficile de financer les déficits budgétaire et extérieur des Etats-Unis. Est-ce un scénario possible ?

On voit bien les risques qui pourraient déclencher la perte de ce statut : crise financière aux Etats-Unis s'il y a explosion de la bulle sur les actions, en particulier sur les actions des sociétés technologiques ; évolution inquiétante du déficit public et de la dette extérieure des Etats-Unis ; rétorsions politiques à l'aggravation des politiques économique et

commerciale des Etats-Unis. Si le dollar perdait son statut de monnaie de réserve, les conséquences seraient catastrophiques : dépréciation forte du dollar, chute des cours boursiers, hausse des taux d'intérêt à long terme.

Mais pour que ce scénario se réalise, encore faudrait-il qu'il existe une monnaie de réserve substituable au dollar. Or le renminbi chinois ne peut pas jouer ce rôle en raison de la taille faible des marchés d'actions en Chine, marchés qui ne sont pas aujourd'hui suffisamment larges pour attirer l'épargne des Chinois. L'euro, lui, est englué dans les difficultés de la zone euro (crise italienne, faible croissance potentielle) et pénalisé par la segmentation des marchés financiers entre les pays.

Les Etats-Unis attirent donc aujourd'hui assez facilement, en l'absence de concurrence, les capitaux, l'épargne, depuis les pays émergents et la zone euro.

**Patrick Artus** est chef économiste et membre du comité exécutif de Natixis.