

INTRODUCTION

MICHEL AGLIETTA *

PHILIPPE TRAINAR **

LE PROBLÈME DU DOLLAR

Le problème du dollar, en raison même du rôle de monnaie internationale joué par cette monnaie, se subdivise en plusieurs questions assez différentes :

- celle de la valeur de cette monnaie ;
- celle de ses conséquences pour l'économie mondiale ;
- celle de l'avenir du dollar par rapport à celui des États-Unis ;
- celle de la gestion de cette monnaie.

9

L'instabilité du dollar a été beaucoup critiquée, notamment eu égard au rôle de pivot joué par la monnaie américaine dans le système monétaire international. Comment l'économie mondiale pourrait-elle bien fonctionner, alors qu'elle accepte de reposer sur une monnaie dont la valeur est fondamentalement instable ?

La question de l'ancrage en taux de change flexibles est toutefois à relativiser. Il n'y a certes que « n-1 » taux de change entre « n » monnaies. Il y a donc besoin d'un numéraire. Cependant, si la totalité des monnaies adoptaient les changes flexibles et si les marchés financiers de toutes les monnaies étaient parfaitement intégrés, la cohérence du système des taux de change serait établie par l'arbitrage des opérateurs privés. *A priori*, n'importe laquelle des « n » devises pourrait servir de numéraire. Il reste néanmoins que les coûts de transaction décroissent avec le volume des transactions effectuées dans une devise plutôt qu'une autre. Cette loi des rendements croissants entraîne un effet de sentier. Si une monnaie a pris un avantage en fonction de la taille de

* Professeur, université Paris X Nanterre ; conseiller scientifique, CEPII et Groupama-am.

** Chef économiste, Scor.

ses échanges internationaux ou, pour une raison exogène, de ses marchés, cet avantage s'auto-entretient et s'approfondit. La structure d'échanges privés, déterminée par la minimisation des coûts de transaction, fait apparaître et consolide la prépondérance d'une devise clé. Il s'ensuit que le marché de cette devise est plus liquide, ce qui lui donne un avantage pour devenir une monnaie privilégiée d'emprunts et de placements. Toutefois, cette représentation d'un système de changes gérés par les marchés n'implique pas *ipso facto* l'instabilité.

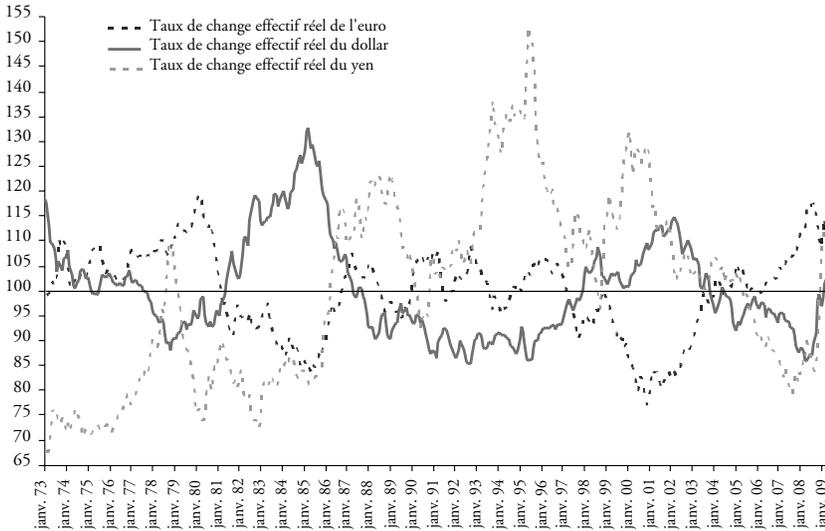
Mais le système des changes depuis la fin de Bretton Woods est loin de correspondre à cette structure théorique. Le système est hétérogène. Il y a des monnaies liées au dollar par des changes fixes ou plus ou moins administrés. Les devises ont des degrés très divers de convertibilité externe, de sorte que leurs marchés financiers sont très loin de respecter les conditions de parité des taux d'intérêt d'un système de changes parfaitement flexible. On peut donc appeler le système des changes, qui s'est établi et a perduré après les accords de la Jamaïque en 1976, le « semi-étalon dollar ». Dans ce système, les déséquilibres des paiements internationaux ne sont pas ajustés en continu par la variation des taux de change. Ils peuvent s'accumuler entre certains pays avec une viscosité des taux de change, pour se dénouer inopinément dans des crises plus ou moins violentes qui se répercutent sur l'ensemble du système des changes.

10

Dans un tel système, la perception des fluctuations du dollar est complexe. Si les taux de change bilatéraux du dollar connaissent d'amples fluctuations, il n'en va pas nécessairement de même de son taux de change effectif, c'est-à-dire de la moyenne de ses taux de change bilatéraux pondérés par leur poids dans les échanges extérieurs des États-Unis, et surtout de son taux de change effectif réel, c'est-à-dire son taux de change effectif corrigé des écarts d'inflation. Ces mesures de la valeur relative des devises qui sont des constructions statistiques font apparaître des fluctuations du dollar de bien moindre ampleur sur la période qui s'est écoulée depuis la fin du système de Bretton Woods en 1973, avec des pointes à plus ou moins 15 % par rapport à sa valeur de long terme (cf. graphique 1 ci-après). On a là probablement l'une des raisons pour lesquelles le dollar est moins perçu comme un problème par les Américains que par les Européens ou les Japonais. Ajoutons qu'on ne peut qu'être surpris par la régularité des fluctuations du dollar qui suit un cycle de dix à quinze ans, dont l'amplitude demeure relativement stable. En revanche, en termes nominaux, le dollar a perdu les deux tiers de sa valeur contre le deutsche mark et les trois quarts contre le yen après l'instauration des changes flottants en 1973. De fait, le dollar ne s'est jamais situé que pendant quelques jours au cours des trente-six dernières années à son niveau d'équilibre, que ce soit en termes de

moyenne de long terme du taux de change effectif réel, ou en termes de déficit extérieur soutenable, ou encore en termes de parité de pouvoir d'achat. Les articles réunis dans ce dossier n'accordent que peu de place aux travaux sur les taux de change d'équilibre, car ils sont tournés vers l'avenir et la pérennité du modèle américain de croissance après la crise.

Graphique 1
Taux de change réel effectif
(100 = moyenne de la période)



Les conséquences des fluctuations du dollar sur l'économie mondiale sont multiples, que ce soient les conséquences sur l'allocation des ressources dans le monde, sur l'évolution des avantages comparatifs, sur l'inflation et le prix des matières premières, sur les politiques monétaires... Les travaux empiriques concluent en général à un coût économique de ces fluctuations, encore qu'ils divergent sur la quantification de ce coût en terme de PIB par tête ou de consommation par tête. Ce qui est sûr, c'est que le développement du marché des couvertures de change a permis de limiter significativement ce coût.

Toutefois, il faut bien distinguer le coût de la volatilité du dollar, c'est-à-dire de l'incertitude dans la valeur des actifs et des dettes subie par les non-résidents et le coût des distorsions de taux de change réel (*misalignments*) qui sont des distorsions durables et anticipées dans les prix relatifs des échanges internationaux, donc des distorsions de concurrence. La couverture de change est une méthode pour conjurer l'inconvénient de l'incertitude, mais elle ne peut rien contre les

distorsions de change. Ce sont les stratégies d'internationalisation des processus de production qui peuvent constituer une réponse aux fluctuations longues du dollar, qui n'ont rien à voir avec la volatilité des marchés, mais qui dépendent de profonds déséquilibres macro-économiques. Dans les pays fortement dépendants de l'économie américaine, les stratégies de rattachement à la zone dollar ont été privilégiées en dépit des risques qu'elles font courir aux économies nationales concernées. Les articles du présent dossier rendent bien compte de ces conséquences de l'instabilité du dollar et des stratégies pour y faire face.

La crise actuelle conduit à s'interroger sur l'avenir du dollar car elle introduit un doute sur l'avenir de l'économie américaine qui en est le support. Elle semble en effet signaler les limites et les contradictions du modèle économique américain, modèle qui a su rétablir son avantage technologique dans les années 1990 en diffusant les TIC (technologies de l'information et de la communication) dans l'ensemble de l'économie, au moment où l'Europe était paralysée par les contraintes de l'unification allemande et de la convergence vers l'Union économique et monétaire (UEM). Il n'est pas fortuit que l'épicentre de la crise financière globale ait été aux États-Unis, qu'il se soit situé à l'intérieur du secteur financier qui est à la base de la puissance anglo-saxonne, que la crise soit intervenue peu de mois seulement après que la productivité américaine ait connu un freinage significatif, qu'elle ait explosé au moment où il devenait évident que les États-Unis s'enlisaient en Irak, qu'elle ait été suivie d'une montée brutale de l'insécurité dans le monde en dépit de l'affaiblissement incontestable d'Al Qaïda. La crise est donc intrinsèquement liée à l'ébranlement de la puissance américaine et à la multipolarisation du monde. Dans ces conditions, il n'est pas illégitime de s'interroger sur le destin du dollar dans l'hypothèse d'un affaiblissement durable de la puissance américaine. L'histoire, confirmée par le rebond récent du dollar, montre que le lien entre les deux n'a pas de raison d'être immédiat et que la monnaie d'une puissance économique en déclin peut continuer à jouer un rôle de monnaie internationale pendant encore un certain nombre d'années. Les contributions du présent dossier discutent de façon approfondie ces différents aspects du sujet, sans que se dégage toutefois un consensus de fond.

La crise a conduit à la contestation du mode actuel de gestion de l'économie mondiale et du rôle que le dollar y joue. Les contributions à ce dossier s'interrogent sur le système de change optimal du dollar - fixe, flexible ou « managé » - et sur l'intérêt de concevoir de nouvelles règles. En revanche, elles laissent de côté la question de la reconstruction du système monétaire international qui mériterait, à elle seule, qu'on lui consacre un numéro de cette revue.

*LA CRISE FINANCIÈRE, LES DÉSÉQUILIBRES GLOBAUX
ET L'AVENIR DU DOLLAR*

L'histoire du semi-étalon dollar depuis la fin de Bretton Woods, avec ses périodes de doutes et ses récupérations triomphales, est-elle un bon guide pour l'avenir ? Ou bien la crise financière globale contient-elle des forces qui travaillent silencieusement à une transformation irréversible du système des devises ? Les contributions n'apportent pas de réponse univoque à cette question. Essayons de poser le problème dans les termes de la géopolitique.

Depuis les années 1970, la prépondérance du dollar a accompagné l'avancée de la finance globale. Elle s'est nourrie d'un échec politique, l'échec de la réforme du système monétaire international entreprise sous l'égide du Comité des Vingt de 1972 à 1974. Ce fut l'échec de la conception d'un système traitant selon des règles symétriques les excédentaires et les déficitaires, les créanciers et les débiteurs, du point de vue de l'ajustement des déséquilibres de balances de paiement. Ce fut aussi l'échec de l'avènement d'un actif de réserve ultime avec l'abandon du compte de substitution des dollars en DTS (droits de tirage spéciaux) au sein du FMI en 1979. Le dollar a fait son lit de l'abandon d'un système régi par un ordre politique international et de l'accord tacite des gouvernements nationaux pour une intégration financière profonde. Bien sûr, le succès idéologique des politiques radicales de Reagan et Thatcher dans l'univers anglo-saxon a été le moteur de cette évolution. *A contrario*, il ne peut y avoir de modifications significatives dans le système monétaire international, donc de changement de la place du dollar, que si la configuration des pouvoirs qui le soutient n'est pas compatible avec la résolution de la crise mondiale.

Pour poser théoriquement ce problème, il faut revenir au théorème de Mundell, qui est bien plus un outil de science politique que d'économie internationale, puisqu'il tient sa pertinence de l'existence de nations séparées. Car des nations séparées conduisent des politiques indépendantes, donc potentiellement discordantes du point de vue des interdépendances internationales. Cette indépendance des politiques est un attribut de la souveraineté. Le théorème désigne, en effet, une incompatibilité. Il n'est pas possible d'avoir à la fois un système financier stable, une intégration financière profonde entre les pays et la primauté des préférences nationales dans les politiques économiques qui découle de la souveraineté.

Les trente dernières années ont vu les forces de l'intégration financière progresser systématiquement, tandis que les différences dans les préférences nationales se sont radicalisées après la crise asiatique. Dans

cette configuration de forces, le terme qui devait céder ne pouvait être que la stabilité financière. Mais le facteur de perturbation n'a pas qu'une expression possible. Selon le système de change, il peut se loger soit dans l'instabilité chaotique des taux de change, soit dans l'accumulation des déséquilibres dans les positions financières créancières et débitrices. Dans le semi-étalon dollar, la liquidité supérieure des marchés de la devise clé attire la polarisation des déséquilibres sous la forme d'une accumulation de dettes. Dès lors que la crise remet en cause le régime financier qui s'est imposé depuis les années 1980, il s'ensuit que dans un concert de nations soucieuses de leurs intérêts, mais partageant la conscience de la nécessité de mettre de l'ordre dans la finance, ce qui est le sens même de l'existence du G20, l'intégration financière devra être limitée par l'impératif de stabilité financière.

Il reviendra à une étude sur la réforme du système monétaire international d'explorer les processus politiques par lesquels un compromis viable pourra être trouvé dans le dilemme de la finance internationale. Mais peut-on, pour conclure cette introduction, déceler les forces qui pourraient façonner l'avenir du dollar ?

Dans l'époque qui s'ouvre, c'est le triangle États-Unis, zone euro, Chine, qui va déterminer les relations monétaires dominantes. La capacité à établir un leadership politique, non seulement pour sortir de la crise, mais aussi pour construire les bases de la croissance future, va jouer le rôle décisif.

À cet égard, l'Europe est le ventre mou dans la concertation monétaire. Non seulement l'absence de politique unifiée dans la crise va entraîner un retard supplémentaire de l'Europe dans la reprise de la croissance, comme cela a toujours été le cas dans toutes les récessions depuis le début des années 1980, mais elle n'a tout simplement pas de représentation politique de sa monnaie. Aucun dirigeant européen n'a l'autorité légitime, ni la doctrine pour énoncer une politique monétaire extérieure de l'euro. Le FMI va avoir ses pouvoirs sensiblement renforcés, mais la zone euro y est toujours absente et la somme anachronique des quotas des pays qui n'ont pas de monnaie ne sert à rien. Il s'ensuit que la seconde monnaie du monde sur les marchés n'a pas les moyens politiques de se doter des attributs complets d'une monnaie internationale. Ajoutons que les gouvernements de l'Europe ne semblent pas avoir le courage politique d'entreprendre les coopérations dans les domaines de la recherche, de l'éducation supérieure, de l'énergie et de l'environnement pour redresser la croissance potentielle. Les leçons de l'échec lamentable de la stratégie de Lisbonne, proclamée en 2000, n'ont toujours pas été tirées.

Il s'ensuit que la relation stratégique entre les États-Unis et la Chine va dominer la géopolitique dans la prochaine décennie. Ces deux

énormes puissances sont celles qui développent les moyens budgétaires les plus importants pour sortir de la crise. Ce sont aussi celles qui ont des gouvernements capables de mener des politiques économiques pour transformer le régime de croissance. Les deux pays ont d'ailleurs des objectifs communs : d'une part, maîtriser les coûts de santé et établir une couverture universelle ; d'autre part, réduire l'intensité énergétique, faire évoluer la composition des sources d'énergie primaire et renverser la dégradation de l'environnement.

Au plan monétaire, les autorités chinoises ont décidé d'accepter une augmentation sensible du taux de change effectif du yuan, en abandonnant l'ancrage sur le panier de devises adopté depuis juillet 2005 et en revenant à un ancrage dollar. Cela vaut pour la durée de la crise et a une vertu stabilisante. En effet, parce que les États-Unis et la Chine sont probablement les deux pays qui vont sortir en tête de la crise, le taux de change dollar/yuan devient temporairement le pivot des relations monétaires internationales. Comme ces deux monnaies tendent à s'apprécier vis-à-vis de toutes les autres, il en résulte un effet positif sur les pays dont la reprise dépend surtout de l'exportation, l'Allemagne et le Japon au premier chef. Comme le taux de change yuan/dollar est fixe, les déséquilibres financiers entre les deux pays n'exercent pas d'effet induit sur les autres monnaies qui viendrait contrecarrer leur appréciation commune. C'est en même temps un facteur de stabilisation du système financier américain. Il ne fait donc aucun doute que le dollar est renforcé par le partenariat stratégique dans la période de crise financière.

À plus long terme, la Chine a intérêt à faire évoluer le système monétaire international. Elle développe pour cela une stratégie à trois facettes pour protéger la valeur de ses énormes avoirs à l'étranger. La première consiste à prendre date. Le gouvernement chinois engage le débat pour la réforme du système monétaire international en posant le problème d'un actif de réserve grâce auquel la Chine pourrait substituer hors marché une partie de ses réserves en dollars. La seconde consiste à diversifier les avoirs à l'étranger entre classes d'actifs pour accéder à des rendements capables de compenser une éventuelle faiblesse de longue durée du dollar. Cela passe par la dotation de montants de réserves de change aux fonds souverains et par l'extériorisation des entreprises chinoises. La troisième dimension, la plus significative du point de vue de la configuration des relations monétaires internationales, est la convertibilité progressive du yuan dans le cadre de la formation d'une zone de coopération monétaire en Asie. Au fur et à mesure où cette transformation s'opérera, le monde s'éloignera du semi-étalon dollar.

Des intérêts économiques importants contribuent à un engagement

politique dans cette voie. L'Asie de l'Est s'intègre rapidement. Cette région se trouve vis-à-vis du dollar dans la situation où était l'Europe dans les années 1970 et 1980. L'instabilité du dollar disloquait les taux de change croisés des pays de la zone Europe et menaçait l'intégration économique. Les efforts pour protéger le système des changes européens ont finalement abouti au système monétaire européen. Ce n'est pas la seule forme possible de coopération monétaire. Mais les pays de l'Asie Orientale vont devoir développer l'initiative Chiang Maï pour aboutir à une forme viable de coopération. Un élément crucial d'un système viable est la dénomination des relations commerciales et financières entre les pays de la région dans les monnaies des pays de la région et dans une unité de compte commune comme l'a été l'écu. L'organisation de systèmes financiers, notamment celle des marchés obligataires pour émettre les emprunts dans les devises régionales, au premier chef en yuan, sera l'étape décisive dans la promotion du rôle international de ces monnaies. Étant donné l'importance cruciale de l'Asie dans le régime de croissance qui va sortir de la crise, le système monétaire international évoluera vers une forme de polycentrisme asymétrique. Le dollar demeurera prépondérant, mais le temps de l'exclusivité de la devise clé sera passé. Réguler les rapports entre les monnaies phares des régions monétaires, c'est tout le problème de la gouvernance monétaire mondiale dans l'ère nouvelle.

16

LES CONTRIBUTIONS

Gérard Marie Henry retrace la lente ascension du dollar comme monnaie internationale. Partant d'un rôle marginal avant 1914, le dollar va pouvoir s'affirmer, dès lors que le Federal Reserve System va être mis en place et jouer un rôle international à l'occasion de la Première Guerre mondiale. Mais, il faut attendre la montée en puissance du marché financier américain à la fin des années 1930, puis l'accès des États-Unis au statut de puissance mondiale à la fin de la Seconde Guerre mondiale, pour que le rôle international du dollar s'affirme. Et, à la fin des années 1950, le dollar est devenu la monnaie internationale.

Patrick Allard analyse l'histoire du dollar comme monnaie internationale. Il souligne que la place du dollar dans le système économique et financier international tient tout autant de la réalité que du symbole. Cette place unique lui a permis de résister à toutes les prophéties de déclin et à toutes les crises, y compris la crise actuelle qui a démontré la persistance de la centralité du dollar et de l'économie américaine dans l'économie mondiale, ses faiblesses qui en font même sa force. Les agents engrangeant des surplus en dollars n'auraient d'autre

choix que de les placer dans le principal pays accumulant des déficits extérieurs : les États-Unis.

Laure Frey et *Benoît Mojon* s'interrogent sur la responsabilité du dollar, en tant que monnaie internationale, dans les tensions qui ont caractérisé l'économie mondiale au cours des années 2000. Ils concluent toutefois à l'absence de causalité de la politique monétaire américaine vers celle des pays partenaires et excluent que la politique accommodante de la première moitié des années 2000 puisse expliquer la corrélation ultérieure des inflations au niveau mondial. Néanmoins, cette politique leur semble avoir une responsabilité incontestable dans la forte hausse du prix des matières premières.

Gilles Saint-Paul souligne que les fluctuations du dollar pourraient avoir un effet significatif sur l'innovation et l'emploi. Les estimations empiriques montrent que, s'il y a une forte présomption que les fluctuations du taux de change réel du dollar aient un effet néfaste sur la croissance, leurs conclusions sont beaucoup moins assurées en ce qui concerne la volatilité du taux de change nominal. Pour autant, un régime de change fixe, pas plus qu'un régime de change flexible, ne paraît favorable à la croissance. L'auteur conclut en faveur d'un *managed floating*.

Denis Duverne et *Amélie Oudea-Castera* détaillent la multiplicité des canaux par lesquels le dollar est susceptible d'affecter les comptes des entreprises multinationales, notamment de celles qui, comme AXA, sont en euros. Ils concluent à l'impact potentiellement important des variations du dollar sur les fonds propres et, en assurance, les ratios de solvabilité. Ils soulignent toutefois que cet impact peut être circonscrit par les caractéristiques du métier, comme le principe de congruence en assurance, ainsi que par des stratégies adaptées de couverture tant des fonds propres consolidés que des résultats des filiales.

André Cartapanis s'interroge sur les raisons qui permettent au dollar de conserver son statut de monnaie internationale en dépit des faiblesses de l'économie américaine. Il conclut que ces raisons sont assez peu économiques, puisqu'elles ont trait à l'absence d'offre de monnaie internationale alternative à court terme, l'Europe comme le Japon, la Chine et la Russie n'étant pas prêtes à accepter les contraintes que leur imposerait l'accès de leur monnaie au statut de monnaie internationale. À plus long terme, les perspectives mondiales, soit de régionalisation, soit de définition de nouvelles règles, rendent toutefois un déclin inévitable, selon l'auteur.

Virginie Coudert souligne l'importance de la zone dollar, qui recouvre une fraction importante du monde, pour expliquer la persistance de la force d'attraction du dollar et de son rôle de monnaie internationale.

La zone dollar conduit les banques centrales de la zone à intervenir sur les marchés des changes pour stabiliser leur monnaie par rapport au dollar et à placer leurs réserves en dollars, ce qui facilite le financement de l'endettement américain et du déficit courant des États-Unis. Pour autant, l'auteur souligne la fragilité de ce monde sans règles, en dépit de la souplesse qu'il procure au système monétaire international.

Michael Bordo et *Harold James* estiment, en revanche, que la crise actuelle n'annonce pas la fin de la suprématie du dollar. Ils constatent qu'il n'y a pas eu d'attaque spéculative contre le dollar, que la crise s'est traduite jusqu'ici par un renforcement du dollar et qu'elle se révèle plus coûteuse économiquement pour l'Europe et les pays émergents que pour les États-Unis. Ils expliquent cette résistance du dollar par la sécurité qu'offrent les États-Unis en tant que superpuissance économique stable politiquement. Ils soulignent notamment que la taille de l'économie américaine lui permet de soutenir plus aisément ses institutions financières en difficulté.

Valérie Mignon constate que, historiquement, les prix du pétrole et du dollar évoluent de façon similaire dans les périodes calmes pour le dollar et de façon opposée dans les périodes de turbulences pour le dollar comme au cours des années 2000, avec une avance du prix du pétrole par rapport au dollar comme si la causalité allait du pétrole vers le dollar. La hausse du pétrole conjointement à la baisse du dollar, et plus récemment la baisse du pétrole conjointement à la hausse du dollar, s'explique par l'émergence de la Chine en tant qu'acteur clé conjointement sur le marché des changes et sur le marché du pétrole.

Jacques Mistral soutient que les fluctuations du dollar sont le reflet de la versatilité des performances du modèle américain. Il constate que la tendance longue de ce modèle est baissière en raison de l'affaiblissement des paramètres fondamentaux de son insertion internationale, mais qu'une capacité de rebond sans égale conduit la planète à racheter à intervalle régulier la supériorité du modèle américain. Il semble bien que nous soyons arrivés à la fin de l'un de ces cycles d'enthousiasme pour le modèle américain et que le scénario central aujourd'hui doit à nouveau être celui d'un dollar durablement faible.

Patrick Artus est plus radical. Il estime que le modèle de croissance des États-Unis a échoué du fait d'une spécialisation erronée qui tend vers un modèle bipolaire, où les États-Unis se spécialisent à la fois dans les services sophistiqués ouverts à la concurrence internationale (finance, informatique) et dans les services bas de gamme protégés de la concurrence internationale (services à la personne). Ceci les conduit à importer les produits de l'industrie traditionnelle.

L'échec de ce modèle, qui va se traduire par une difficulté croissante à financer le déficit extérieur, assombrit durablement les perspectives du dollar.

Édouard Vidon revient sur le rôle pivot du dollar dans l'ancrage de nombreuses monnaies dans le monde pour souligner les problèmes soulevés par cet ancrage pour la conduite de la politique monétaire des pays concernés, lesquels tiennent au fait que les chocs qui ont leur origine dans le pays émetteur de la monnaie internationale sont beaucoup plus déstabilisants que les chocs qui ont leur origine dans les autres pays. De ce point de vue, l'auteur se demande si un monde monétaire multipolaire serait réellement plus stable.

