

MYTHES ET RÉALITÉS DE LA « ZONE DOLLAR »

VIRGINIE COUDERT *

Le rôle du dollar dans le système monétaire international reste prédominant, malgré son érosion progressive depuis 1973. Sous le système de Bretton Woods, qui a prévalu de 1948 à 1973, le dollar était le pivot du système monétaire international, puisque sa parité était fixe par rapport à l'or, alors que la parité de toutes les autres monnaies était fixée par rapport à lui. L'effondrement du système et la mise en flottement du dollar par rapport à l'or en 1973 auraient pu signer la fin de la singularité du dollar dans le système monétaire international. Les grands pays industrialisés se sont vite affranchis de la contrainte d'une valeur fixe par rapport au dollar et certains, comme les pays européens, ont décidé de fixer leurs monnaies entre eux. Pourtant, la plupart des autres pays, qu'ils soient émergents ou en développement, ont continué de gérer leur monnaie par rapport au dollar. Aujourd'hui encore, trente-cinq ans après l'effondrement du système de Bretton Woods, la plupart des pays du monde veulent stabiliser leurs monnaies contre le billet vert, la zone euro et sa périphérie constituant une exception (Reinhart et Rogoff, 2004).

Cette asymétrie confère toujours aux États-Unis un « privilège exorbitant » selon les termes mêmes du général de Gaulle dans les années 1960. C'est encore le cas aujourd'hui, puisque la capacité d'endettement des États-Unis est bien supérieure à celle de tout autre pays (Gourinchas et Rey, 2007). La vigilance des investisseurs semble s'effacer lorsqu'il s'agit d'investir aux États-Unis. Cela est dû en partie

151

* Banque de France, Direction de la stabilité financière ; université Paris X, Nanterre, EconomiX ; CEPPII.

à l'accumulation de réserves de change dans le monde, car celles-ci sont investies principalement en bons du Trésor américain. Ainsi, la gestion des changes effectuée par les banques centrales à travers le monde facilite le financement du déficit des États-Unis et finalement la fuite en avant de l'endettement américain, dénoncée par les économistes bien avant la crise actuelle (Roubini et Setzer, 2004 ; Blanchard Giavazzi et Sa, 2005 ; Obstfeld et Rogoff, 2005 ; Krugman, 2007).

Le système monétaire actuel ressemble étrangement à l'ancien système de Bretton Woods par le fait que beaucoup de pays veulent encore stabiliser leur monnaie par rapport au dollar, comme le suggèrent Dooley et Folkerts-Landau et Garber (2003). Cependant, il en diffère aussi radicalement par l'absence de règles édictées au niveau mondial et l'effacement du rôle joué par le FMI. Le système actuel est informel et mouvant, car chaque pays est libre de choisir son régime de change et d'en changer à tout moment. La liberté des mouvements internationaux de capitaux, qui prévaut maintenant dans de nombreux pays, oblige en effet les banques centrales à adapter rapidement leur politique selon la pression des marchés. Beaucoup de pays veulent stabiliser la valeur de leur monnaie contre le dollar, mais sont prêts à lâcher prise à certains moments selon les circonstances. Une autre différence importante avec le système de Bretton Woods tient à la charge de l'ajustement. Alors qu'elle reposait avant sur les pays à monnaies faibles qui devaient défendre leur monnaie, c'est le contraire qui se produit actuellement, puisque ce sont les pays émergents qui interviennent pour limiter le déclin du dollar (Artus, 2008).

Cet article vise à comprendre le rôle du dollar en tant que monnaie d'ancrage et ses conséquences. Il dresse tout d'abord un rapide constat sur les raisons de la persistance du dollar comme monnaie internationale. Ensuite, il fait le point sur ce que constitue aujourd'hui la « zone dollar ». Puis il en pointe les fragilités et les contours mouvants. Enfin, il en tire les conséquences quant au financement du déficit américain et au maintien des déséquilibres mondiaux.

LA PERSISTANCE DU RÔLE INTERNATIONAL DU DOLLAR

Le dollar remplit toutes les fonctions d'une monnaie internationale, laissant loin derrière lui ses possibles concurrents, l'euro ou le yen. C'est la première monnaie échangée sur le marché des changes, avec 86 % des transactions (BRI, 2007) ; la première monnaie des réserves officielles de change (64 % des réserves mondiales), des emprunts et des investissements internationaux... C'est aussi la principale monnaie de facturation du commerce international, quelles que soient les

régions du monde sauf l'Europe, et particulièrement pour les matières premières (Goldberg et Tille, 2008).

À quoi tient cette persistance du rôle international du dollar ? L'une des raisons les plus souvent invoquées repose sur le fait qu'un système monétaire international privilégiant une seule monnaie comme intermédiaire des échanges internationaux serait plus efficace, dans le sens où il réduirait les coûts de transaction sur le marché des changes, en augmentant la liquidité des marchés (Hartmann, 1998). Supposons qu'il y ait « n » monnaies dans le monde. Si les transactions internationales se faisaient de manière bilatérale entre ces « n » monnaies, sans en privilégier aucune, il y aurait « $n(n-1)/2$ » marchés des changes. Au contraire, si l'une des monnaies est désignée comme « la monnaie internationale », il suffit de « n-1 » marchés des changes, correspondant aux marchés de chacune des monnaies par rapport au numéraire international. En réduisant le nombre de marchés et donc en augmentant les volumes sur chacun d'eux, la présence d'une monnaie internationale unique abaisse les coûts de transaction. Cet argument est convaincant si l'on songe qu'il y a environ 150 monnaies dans le monde, le nombre de marchés est donc réduit de 11 175 à 149 (McKinnon, 1998 ; Lim, 2006).

Cependant, la nécessité de cette monnaie internationale dominante fait débat et un système multipolaire peut aussi se concevoir (Aglietta, 1986). L'expérience historique montre que c'était le cas dans l'entre-deux-guerres, lorsque les banques centrales ont investi leurs réserves simultanément en dollars et en livres sterling (Eichengreen et Flandreau, 2008).

À supposer que l'avantage d'une seule monnaie comme centre du système monétaire international soit prouvé, il resterait encore à savoir pourquoi celle-ci devrait être le dollar. La littérature économique fournit un certain nombre de critères auxquels doivent répondre les monnaies internationales : grande taille de l'économie, marchés financiers ouverts et liquides, confiance dans la valeur de la monnaie et stabilité politique. Le dollar répond à ces conditions, mais l'euro aussi. Si ces facteurs étaient seuls à jouer, le creusement du déficit courant américain depuis les années 2000 aurait pu introduire une certaine défiance par rapport au dollar et favoriser le développement du rôle international de l'euro.

Il faut donc ajouter un autre critère pour comprendre l'avantage du dollar. C'est l'existence d'externalités de réseau (Aglietta et Deusy-Fournier, 1995 ; Lim, 2006). Celles-ci interviennent lorsque l'utilité d'un bien augmente avec son nombre d'utilisateurs. La demande individuelle de ces produits dépend donc de son utilisation collective, comme dans le cas d'un logiciel, d'un système d'exploitation comme

Windows, d'une monnaie... Les externalités de réseau conduisent à l'installation de positions dominantes sur le marché qui sont ensuite très difficiles à renverser. Si un bien de ce type a acquis une position dominante à un moment donné, il a de grandes chances de la conserver longtemps. L'histoire est ainsi déterminante pour expliquer la prédominance du dollar. C'est le rôle clé qui lui a été conféré dans le système de Bretton Woods qui explique l'importance du dollar aujourd'hui comme monnaie internationale. Les externalités de réseau jouent sur le marché des changes, mais aussi sur les monnaies d'ancrage. Si un grand nombre de monnaies sont fixées au dollar, chaque pays a intérêt à s'ancrer aussi pour stabiliser son taux de change vis-à-vis de ses partenaires. C'est le fondement de la « zone dollar ».

EXISTE-T-IL ENCORE UNE « ZONE DOLLAR » ?

L'ensemble des pays qui fixent leurs monnaies par rapport au dollar est souvent appelé « zone dollar ». Cette zone s'étend dans de nombreux pays, aussi bien en Amérique Latine, en Asie, au Moyen-Orient, mais son périmètre est flou. Tout dépend de ce que l'on entend par un taux de change « fixe ». Il existe en effet des définitions plus ou moins restrictives.

154

Le rétrécissement de la « zone dollar » au sens strict

Au sens strict, un taux de change est fixe contre dollar s'il reste à l'intérieur d'une bande de fluctuations autour d'une valeur de référence annoncée à l'avance par les autorités monétaires du pays. Cette définition correspond aux taux de change *de jure*, tels qu'ils sont annoncés par les gouvernements. On inclut dans cette catégorie : les pays qui ont abandonné leur monnaie nationale pour adopter le dollar (comme Panama et l'Équateur) ; les caisses d'émissions (comme Hong Kong), les taux de change fixes conventionnels (comme le Qatar, l'Union des Émirats Arabes). On peut aussi y inclure les *crawlings pegs* ou *crawling bands* (le Mexique avant 1994, le Brésil avant 1998, la Turquie avant 2001), qui sont des régimes où les autorités annoncent chaque année une parité de référence et un taux de glissement admissible de cette parité à l'intérieur d'une bande de fluctuations.

Le périmètre des pays fixant *de jure* leur taux de change contre dollar s'est singulièrement contracté depuis la fin des années 1990. La raison ne tient pas à une méfiance vis-à-vis du billet vert, ni même à la concurrence d'une autre monnaie, l'euro, qui serait venue empiéter sur le rôle international du dollar. Il est vrai que l'euro a exercé une force d'attraction non négligeable sur un certain nombre de pays ; mais, en réalité, sa zone d'influence est restée circonscrite aux voisinages

de l'Europe et de l'Afrique et n'a pas touché les bastions traditionnels du dollar que sont l'Amérique Latine, l'Asie et le Moyen-Orient.

Le rétrécissement de la « zone dollar » au sens strict tient simplement au fait que la plupart des grands pays émergents ont abandonné ces régimes de change fixe *de jure*. La libéralisation des mouvements de capitaux a rendu de plus en plus difficile la défense d'un change fixe annoncé à l'avance, le montant des capitaux potentiels sur un marché ouvert excédant de loin les réserves des banques centrales. Souvent, l'abandon du change fixe s'est fait sous le coup d'une crise majeure, comme au Mexique en 1994, au Brésil en 1998, en Argentine en 2001, en Turquie en 2001. Dans d'autres cas, le changement s'est fait sous la pression du FMI qui a prêché pour la flexibilité des changes, afin d'éviter d'apporter à nouveau son soutien à un pays en crise. En tout état de cause, même si la responsabilité des changes fixes dans les crises n'a jamais été clairement établie, aujourd'hui, plus aucun grand pays, émergent ou non, ne s'aventure à afficher une parité à défendre sur le marché des changes.

La « zone dollar » disparaît-elle pour autant ? Non, car elle renaît sous une autre forme, plus souple, plus difficile à cerner, mais sans doute encore plus vaste que précédemment.

La « zone dollar » au sens large

155

Au sens large, la « zone dollar » s'étend à tous les pays qui cherchent à stabiliser la valeur de leur monnaie par rapport au dollar, sans nécessairement annoncer à l'avance quels cours sont défendus, ni quelles sont les bandes de fluctuations. Elle est donc définie par les changes fixes *de facto*. Outre les pays en taux de change fixes définis précédemment, cette définition recouvre beaucoup de pays émergents, tant en Amérique Latine (Bolivie, Colombie...) qu'en Asie (Chine, Inde, Pakistan...).

Comme les politiques de change ne sont pas nécessairement annoncées, cette « zone dollar » au sens large a des contours flous. Elle est aussi fluctuante au cours du temps, au gré des politiques suivies par les pays. Par exemple, la Chine a laissé sa parité entièrement fixe contre dollar de 1994 à 2005, puis a géré une appréciation graduelle jusqu'à ce que la crise financière de 2008 ne vienne renverser cette politique dans l'espoir de remédier au ralentissement des exportations. L'exemple d'un pays comme les Philippines est aussi significatif de l'évolution générale vers une stabilisation informelle des monnaies. Le pays avait adopté un régime de change fixe *de facto* par rapport au dollar au milieu des années 1990 jusqu'à la crise de 1997, puis a laissé flotter sa monnaie. Dès le début 2000, les autorités monétaires ont recommencé à gérer la monnaie en limitant ses fluctuations contre

dollar, si bien que le régime peut être assimilé à un *crawling band de facto*.

La « zone dollar » au sens large peut être définie précisément par des méthodes statistiques destinées à identifier les régimes de change *de facto* suivis par les pays. L'étude fondatrice de Reinhart (2000) a jeté les bases de ces méthodes et a montré que la plupart des pays émergents et en développement suivaient un régime de change fixe *de facto*, même s'ils annoncent un flottement. La « peur du flottement » expliquerait cette stratégie. D'une part, les pays craignent une appréciation de leur monnaie qui dégraderait leur compétitivité et leurs balances des paiements. D'autre part, ils redoutent aussi la dépréciation, car celle-ci augmente la valeur de leur dette, généralement libellée en dollars.

Si l'on en croit les travaux de Reinhart et Rogoff (2004) actualisés par Ilzetzki, Reinhart et Rogoff (2008), et dont le tableau 1 récapitule les résultats, 75 % des pays du monde auraient un taux de change fixe *de facto* au sens large en 2007. Cette catégorie regroupe les pays dont les taux de change restent contenus dans des bornes de fluctuations de ± 2 % l'an autour d'un taux de référence fixe ou glissant¹. La méthode utilisée pour identifier les régimes de change *de facto* consiste à recouper les mouvements observés de taux de change avec les dires des gouvernements. En dehors de ces catégories, 19 % des pays suivent un régime de change intermédiaire, bandes de fluctuations *de facto* plus larges (± 5 % l'an) ou flottements gérés. Seuls 5 % des pays ont des monnaies flottantes.

156

Tableau 1
Régimes de change *de facto*
(en % du nombre total de pays dans le monde)

	1975	1990	2000	2007
Changes fixes au sens large	71,7	60,4	69,3	75,2
dont changes strictement fixes	49,2	36,6	38	40,8
Régimes intermédiaires	20	21,6	20,9	19,3
dont flottements gérés	9,2	10,4	9,3	8,3
Changes « tombants »	7,5	14,2	6	0
Changes flottants	0,8	4,5	5,3	5,1

Notes :

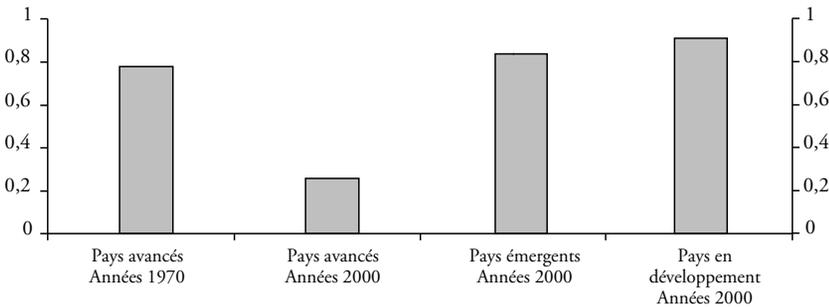
- la zone euro est comptée comme un seul pays ; le nombre total des pays évolue dans l'échantillon ;
- changes strictement fixes : caisses d'émission, dollarisation, changes compris entre des bandes de fluctuations de ± 2 % *de jure* ou *de facto* ;
- changes fixes au sens large : catégorie précédente + *crawling peg de jure* ou *de facto*, *crawling band* d'une largeur inférieure à ± 2 % *de jure* et *de facto* ;
- changes tombants : changes se dépréciant dans les pays où l'inflation est supérieure à 40 % l'an.

Sources : Reinhart et Rogoff (2004) ; Ilzetzki, Reinhart et Rogoff (2008).

*Des changes flottants pour les pays avancés,
des changes fixes pour les autres*

En réalité, la stabilisation des monnaies concerne surtout les pays émergents et en développement. Dans les années 2000, plus de 80 % des pays en développement et des pays émergents ont des changes fixes *de facto*, contre seulement 20 % des pays avancés² (cf. graphique 1).

Graphique 1
Proportion des pays avec des taux de change fixes
de jure et de facto



Source : FMI, World Economic Outlook (WEO), octobre 2008.

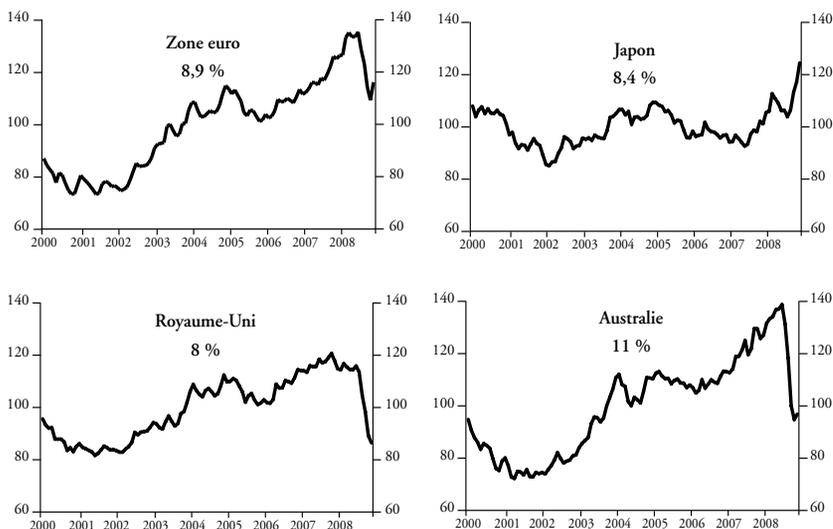
Ainsi, les pays émergents ont aujourd'hui une stratégie de change analogue à celle des pays avancés dans les années 1970. Il y a plusieurs raisons à ce phénomène. Premièrement, leur marché financier peu développé les contraint à s'endetter en dollars, ce qui les pousse à limiter la dépréciation de leur monnaie par rapport au dollar. Deuxièmement, ils ont souvent un marché intérieur insuffisant pour soutenir leur demande et comptent sur leurs exportations pour tirer leur croissance ; ceci les conduit à limiter l'appréciation de leur taux de change pour garder des prix compétitifs. Troisièmement, ces pays, étant vulnérables aux crises de change, préfèrent éviter les mouvements erratiques, aussi bien la dépréciation, qui peut rapidement s'amplifier et tourner à la crise, que l'appréciation car celle-ci peut conduire à une surévaluation susceptible de se résorber par un ajustement brutal de la parité.

Pour mettre en évidence la stabilisation des monnaies dans les pays émergents, une méthode simple consiste à comparer l'ampleur des fluctuations des parités contre dollar entre les pays avancés et les pays émergents. C'est ce que font les graphiques 2 et 3 ci-après pour les grandes monnaies des pays avancés et celles des principaux pays asiatiques ; les courbes représentent l'évolution des parités contre dollar

sur la période allant de 2000 à 2008 et les chiffres donnent leurs volatilités sur l'ensemble de la période.

Les grandes monnaies flottantes des pays avancés, l'euro, la livre sterling, le yen et le dollar australien, ont des cours très fluctuants ; leur volatilité est comprise entre 8 % et 11 % sur la période (cf. graphique 2). En regard, les volatilités des parités sont beaucoup plus basses dans les pays asiatiques émergents : pour la Chine (1,2 %), Hong Kong (0,4 %), l'Inde (4,9 %) et la Malaisie (2,8 %). La Thaïlande (5,3 %) et Singapour (4,2 %), qui sont considérés comme ayant des régimes de change « intermédiaires », se situent entre les deux groupes.

Graphique 2
Évolution du taux de change contre dollar
et volatilité inconditionnelle, monnaies des pays avancés

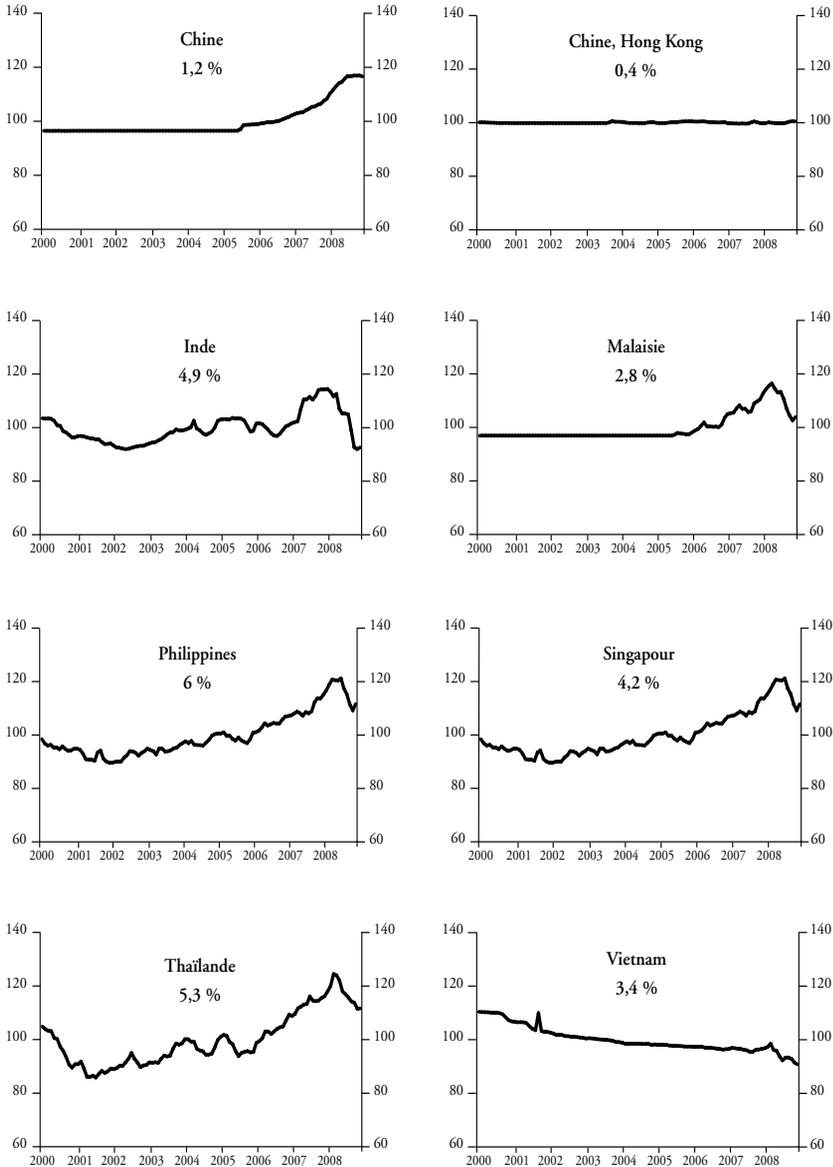


Note : base 100 = moyenne sur la période 2000 :1-2008 :12 ; le chiffre affiché est la volatilité sur l'ensemble de la période, calculée comme l'écart-type annualisé des variations mensuelles.

Source : FMI, International Financial Statistics (IFS).

En considérant que les grandes monnaies des pays avancés peuvent servir d'échantillon de référence pour représenter les changes flottants, on peut conclure que les volatilités plus faibles dans les pays émergents asiatiques témoignent de régimes de change moins flexibles, soit des changes fixes *de facto*, soit des flottements gérés. Ces résultats peuvent être confirmés précisément par des tests montrant que la volatilité est significativement différente dans les deux échantillons (Coudert et Dubert, 2005).

Graphique 3
Évolution du taux de change contre dollar
et volatilité inconditionnelle, pays asiatiques émergents



Note : base 100 = moyenne sur la période 2000 : 1-2008 : 12 ; le chiffre affiché est la volatilité sur l'ensemble de la période, calculée comme l'écart-type annualisé des variations mensuelles.

Source : FMI, International Financial Statistics (IFS).

Pour vérifier l'hypothèse d'une stabilisation des monnaies asiatiques face au dollar, un moyen complémentaire est de considérer les variations de réserves de change. Les régimes de change flottant se caractérisent par une absence d'interventions des banques centrales. À l'inverse, les pays en changes fixes *de facto* sont conduits à intervenir fréquemment sur le marché des changes, ce qui fait varier leurs réserves de change. Ainsi, l'accumulation massive de réserves de change en Asie sur la période allant de 2000 à 2008 témoigne des interventions des banques centrales asiatiques pour maintenir la parité de leurs monnaies. Certes, une autre explication pourrait être que ces pays ont accumulé des réserves pour se prémunir contre les crises futures, car la crise asiatique de 1997 les avait incités à la prudence. Certaines études empiriques montrent que l'accumulation des réserves en Asie a été beaucoup plus forte que celle justifiée par des motifs de précaution (Jeanne, 2007), même si ce point fait encore débat (Obstfeld, Shambaugh et Taylor, 2008).

LES FRAGILITÉS DE LA « ZONE DOLLAR »

L'exemple des pays exportateurs de matières premières

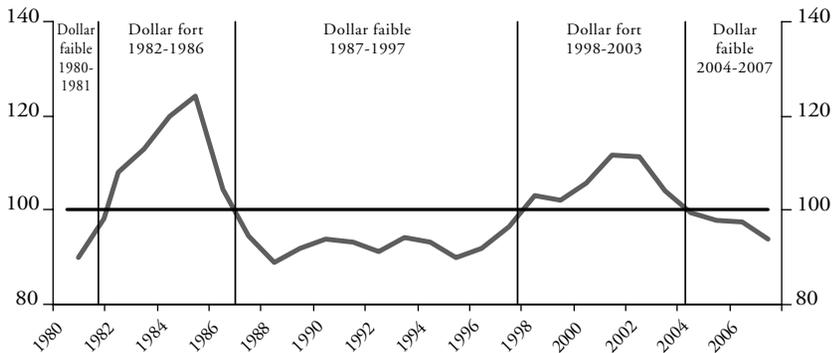
160

L'ancrage au dollar influence généralement la compétitivité des pays : lorsque le dollar s'apprécie, les pays dont les monnaies sont ancrées ont tendance à perdre en compétitivité par rapport à l'ensemble de leurs partenaires. Pour les pays exportateurs de matières premières, dont le prix est fixé en dollars sur un marché mondial, cet effet ne joue guère ; c'est surtout la rentabilité relative du secteur exportateur qui est en jeu. Les taux de change réels de ces pays dépendent essentiellement des termes de l'échange, c'est-à-dire du prix des matières premières déflaté par le prix des produits manufacturés des pays avancés (Cashin, Céspedes et Sahay, 2004). Cependant, les ajustements sont différents selon les régimes de change ; les taux de change fixes ont tendance à s'ajuster lentement en termes réels et à suivre les grandes fluctuations des monnaies ancrées, le dollar ou l'euro.

Pour mettre en évidence cet effet, il est nécessaire de calculer au préalable des taux de change réels d'équilibre. Coudert, Couharde et Mignon (2008) le font pour un ensemble de 52 pays exportateurs de matières premières ou de pétrole sur la période 1980-2007, en estimant une relation de long terme entre les taux de change réels et les termes de l'échange. Ces calculs permettent d'estimer la surévaluation (ou la sous-évaluation) des monnaies, par l'écart entre le taux de change réel observé et sa valeur d'équilibre. On peut alors comparer les surévaluations des monnaies des 52 pays exportateurs de matières premières, qu'elles soient ancrées ou non sur le dollar. Pour effectuer

cette comparaison, les auteurs décomposent leur période d'étude en intervalles où le dollar est « fort » ou « faible ». Le graphique 4 permet de visualiser ces périodes qui sont déterminées par l'évolution du taux de change effectif réel du dollar par rapport à sa moyenne de long terme. Les résultats sont clairs. Les monnaies ancrées sur le dollar ont tendance à être surévaluées durant les périodes de dollar fort (de 7 % en moyenne) et sous-évaluées en période de dollar faible (de 5 % en moyenne). Non seulement la différence est significative avec le reste de l'échantillon, mais on retrouve aussi ce même biais pour les monnaies liées à l'euro.

Graphique 4
Taux de change effectif réel du dollar
 (base100 = moyenne 1980-2007)



Source : Coudert, Couharde et Mignon (2008).

Une généralisation de ce résultat laisserait penser que les grandes fluctuations du dollar affectent le taux de change réel de l'ensemble des pays ancrés sur le dollar, qu'ils soient exportateurs de matières premières ou non. Cette hypothèse est intéressante, car elle permet d'expliquer le périmètre variable de la « zone dollar ».

Des contours mouvants

La « zone dollar » a des contours mouvants. Elle aurait tendance à s'élargir lorsque le dollar décline. En effet, dans leur stratégie de change, les pays arbitrent continûment entre les gains de compétitivité procurés par une dévaluation et l'alourdissement de la dette en dollars que celle-ci peut générer. Si le dollar se déprécie, les pays en changes fixes bénéficient d'un gain de compétitivité, sans accroître pour autant la charge de leur dette en dollars. L'ancrage est donc avantageux.

Au contraire, lorsque le dollar s'apprécie, la compétitivité des pays

ancrés diminue, ce qui dégrade leur balance des paiements, sans pour autant que leur dette soit allégée. L'ancrage au dollar devient alors moins intéressant. Dans ces périodes, les monnaies ancrées ont aussi tendance à s'apprécier en termes réels et à être surévaluées, ce qui les rend vulnérables aux attaques spéculatives et aux crises de change (Coudert et Couharde, 2009). La pression des marchés peut alors forcer les gouvernements à abandonner l'ancrage. Toutefois, pour être complètes, ces considérations doivent être tempérées par le fait que l'ancrage au dollar n'est pas la seule cause des surévaluations et des crises. Les monnaies flottantes ne sont pas à l'abri de tels tumultes, contrairement à ce que pensait le FMI en préconisant le flottement à tout va ; la couronne islandaise, qui était pourtant une monnaie flottante, en a donné un exemple en perdant brusquement 50 % de sa valeur contre dollar en 2008.

Un nouveau regard sur le graphique 4 ci-avant montre que la plupart des grandes crises qui ont frappé les monnaies ancrées au dollar sont intervenues au cours des périodes de dollar fort : crise brésilienne de 1998, crise russe de 1998, crise turque de 2001, crise argentine de 2002. La crise asiatique au second semestre 1997 se trouve à la frontière, juste à la fin d'une période de dollar faible, mais il est vrai que la datation des périodes proposée ici est peu précise, car basée sur des données annuelles.

162

Si l'ancrage nominal au dollar peut avoir de telles conséquences en fonction des périodes, c'est qu'il n'est pas neutre, mais au contraire influence l'économie réelle des pays. En effet, les prix étant rigides à court terme, les taux de change réels s'ajustent lentement lorsque les parités nominales sont fixes. Pendant les périodes de dollar fort, ces pays voient leur monnaie s'apprécier en termes réels effectifs, éventuellement jusqu'au point d'être surévaluée. La surévaluation peut ensuite entraîner une dégradation de leur balance commerciale, un ralentissement de l'activité. C'est ce qui est arrivé à l'Argentine à la fin de sa période de *currency board*, l'appréciation du dollar en termes effectifs de 1995 à 2001 a entraîné celle du peso. La surévaluation du peso qui en a résulté n'est pas la seule origine de la crise, mais y a certainement contribué.

À l'inverse, dans les périodes où le dollar décline, les monnaies accrochées au dollar se dévaluent en termes réels effectifs. C'est le cas du renminbi qui s'est déprécié de 16 % en termes effectifs réels, tout en étant fixe par rapport au dollar, de 2002 à 2005³. Cette dépréciation du renminbi s'est traduite par une montée parallèle de l'excédent courant chinois (de 2,4 % à 7,2 % du PIB sur cette période). La situation n'a évolué que progressivement, à la suite des pressions répétées des États-Unis et des pays du G7, qui ont été suivies d'une

réévaluation de 2 % du renminbi en juillet 2005, puis d'une lente appréciation contre dollar.

LES CONSÉQUENCES POUR LE FINANCEMENT DU DÉFICIT AMÉRICAIN

Généralement, un pays constamment en déficit s'endette de plus en plus vis-à-vis de l'extérieur et doit faire face un jour ou l'autre à une pression des marchés qui vendent sa monnaie ou exigent des taux d'intérêt plus élevés pour continuer à prêter. Si le pays est en changes fixes, il en résulte une perte de réserves et une dévaluation ; s'il est en changes flottants, la monnaie se déprécie, graduellement ou non. Pourtant, rien de tel ne s'est produit dans le cas du dollar. L'ajustement a pu être différé pendant de nombreuses années. La dette américaine s'est accumulée sans retenue, le taux d'épargne des ménages tombant presque à zéro, tandis que le déficit public se creusait.

Cette fuite dans l'endettement ne s'est finalement pas résolue par une crise de défiance à l'égard des États-Unis, mais par une crise financière mondiale généralisée. Au plus fort de la crise, alors que l'un des fleurons du système bancaire américain, Lehman Brothers, faisait faillite et entraînait dans son sillage les marchés financiers mondiaux, le dollar s'appréciait comme l'une des valeurs les plus sûres sur le marché des changes. La position singulière des États-Unis dans le système monétaire et financier international explique ce paradoxe.

163

La montée des réserves officielles de change

Le financement du déficit américain est largement facilité par l'existence de la « zone dollar ». Le mécanisme passe par les achats de dollars des banques centrales, voulant stabiliser le cours de leur monnaie. Si le dollar est faible, les monnaies ancrées sur le dollar ont tendance à s'apprécier spontanément. Pour maintenir les cours, les banques centrales doivent intervenir sur le marché des changes en vendant leur monnaie contre dollar. Ces interventions donnent lieu à des accumulations de réserves en dollars au bilan des banques centrales. L'exemple le plus spectaculaire est celui de la Chine, qui détient ainsi près de 2 000 Md\$ de réserves de change fin 2008 (contre 584 Md\$ en 2002). Mais le phénomène concerne l'ensemble de la « zone dollar ». Les réserves de change mondiales ont quasiment doublé de décembre 2002 à décembre 2006 ; l'accroissement a été particulièrement fort dans les pays à changes fixes (au sens large), dont la part est passée de 23 % à 32 % des réserves mondiales sur cette même période (FMI, 2007).

Les réserves sont ensuite gérées, éventuellement diversifiées en devises, mais la plus large part est placée sur le marché des bons du Trésor américain. Ces « avoirs officiels » des banques centrales contribuent à financer le déficit courant américain, à hauteur de 35 % entre 2000-2005 et jusqu'à 62 % en 2006 (cf. tableau 2).

Tableau 2
Déficit courant américain et financement
par les réserves officielles de change
(en Md\$)

	2000-2005	2006	2007
Compte courant	-523	-788	-731
Avoirs officiels nets des étrangers aux États-Unis	185	485	411
En % du total	35 %	62 %	47 %

Source : Bureau of Economic Analysis (BEA).

Cette part considérable ne serait pourtant que la partie émergée de l'iceberg (Feldstein, 2008). D'autres avoirs des gouvernements, notamment ceux constitués en fonds souverains, transitent par des banques privées et n'apparaissent pas dans le poste des « avoirs officiels » de la balance des paiements américaine, qui est donc sous-évalué. Or, ces montants sont considérables. Les fonds souverains, notamment détenus par les pays pétroliers, contrôlaient des sommes estimées à 3 300 Md\$ fin 2007, qui sont aussi largement investies aux États-Unis.

L'attrait des États-Unis pour les investisseurs privés

Malgré leur importance, les achats des banques centrales ne suffisent pas à expliquer la facilité avec laquelle a été financé le déficit américain. Les agents privés y ont aussi participé. En effet, s'ils avaient été méfiants vis-à-vis de la dette américaine, ils auraient fait sortir leurs capitaux des États-Unis ; les banques centrales auraient alors dû financer plus de 100 % du déficit américain pour compenser, comme le remarque Forbes (2008). Or, en dépit de la montée de l'endettement, les investisseurs privés voulaient investir aux États-Unis, que ce soit sous forme d'investissements directs, ou d'actions et d'obligations. Ceci peut sembler paradoxal si l'on considère que les investisseurs étrangers reçoivent des rendements beaucoup plus bas aux États-Unis que les investisseurs américains à l'étranger, comme l'attestent les flux de revenus de capitaux positifs dans la balance des paiements des États-Unis malgré une position débitrice vis-à-vis du reste du monde

(Gourinchas et Rey, 2007 ; Forbes, 2008). Au cours des années 2002-2006, les rendements des étrangers aux États-Unis ont été de 7,6 % sur les actions, contre 17,6 % pour celles des rendements américains à l'étranger (Forbes, 2008). On peut, certes, objecter que ces calculs prennent en compte des variations de change, connues seulement *ex post*, mais force est de reconnaître que là encore, le statut de monnaie internationale du dollar doit jouer son rôle pour attirer les capitaux. Les autres facteurs, comme le *home bias* ou la diversification internationale ne semblent pas jouer.

L'attrait principal des placements aux États-Unis semble tenir à la liquidité des marchés, à la diversité des produits financiers, à la réputation du système financier. En tout état de cause, les analyses économétriques sur longue période montrent que moins un pays a des marchés financiers développés et liquides, plus il est tenté d'investir en dollars (Forbes, 2008). Ainsi, c'est la liquidité des marchés américains qui attirerait les investisseurs étrangers, davantage que les rendements. Le marché financier américain remplirait alors un rôle de réserve de valeur pour l'ensemble du monde, particulièrement pour les pays émergents.

En 2008, le fait que la liquidité se soit tarie sur certains segments du marché monétaire américain, que la plupart des institutions financières prestigieuses aient été précipitées dans la crise, pourrait faire réfléchir les investisseurs. Mais, paradoxalement, les bons du Trésor américain ont continué à apparaître comme des valeurs refuge. Au plus fort de la crise en automne 2008, leur attrait était encore tel, que leurs taux d'intérêt sont même devenus négatifs à certains moments (en *intra-day*).

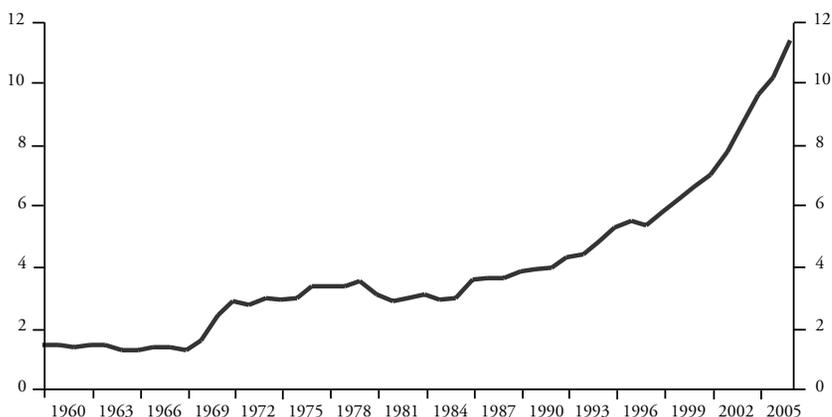
165

Le nouveau dilemme de Triffin

Dans les années 1950, Triffin présentait l'effondrement du système de parités fixes par rapport au dollar et émettait son fameux paradoxe. Dans le système de Bretton Woods, le déficit de la balance des paiements américaine était nécessaire pour alimenter en dollars la liquidité mondiale et permettre l'expansion du commerce international. Pour autant, ce déficit accumulé créait les conditions d'une surévaluation du dollar et donc de sa dévaluation future. À l'époque, le stock d'or des États-Unis était le garant de la parité du dollar, et comme ce stock n'augmentait pas aussi vite que la création monétaire américaine, il serait tôt ou tard impossible de convertir l'ensemble des dollars en or ; d'où l'effondrement prévisible du système. Les banques centrales devaient continuer à accumuler les dollars pour maintenir la parité de leurs monnaies, tout en sachant qu'elles ne pourraient le convertir en or au cours fixé. Le dilemme de Triffin auquel elles étaient confrontées est de demander la conversion de leurs avoirs et

de précipiter la dévaluation du dollar, ou bien ne pas demander la conversion, mais s'exposer alors à la dévalorisation de l'ensemble de leurs réserves.

Graphique 5
Réserves de change mondiales
(en % du PIB mondial)



Sources : FMI, International Financial Statistics (IFS) ; Banque Mondiale, World Development Indicators (WDI).

Aujourd'hui, les réserves de change au bilan des banques centrales sont beaucoup plus élevées que dans les années 1960, lorsque les inquiétudes de Triffin sur la soutenabilité du système commençaient à se répandre. Elles ont été quasiment multipliées par 10 en pourcentage du PIB mondial, atteignant 11,5 % en 2007 contre 1,6 % en 1960 (cf. graphique 5). Certes, la croissance du commerce et des flux de capitaux internationaux justifie cette tendance de longue période, et la diversification en devises qui s'est opérée permet de limiter les risques, puisque seulement 64 % des réserves sont maintenant détenues en dollars. En contrepartie, ces avoirs sont concentrés dans des pays émergents (particulièrement en Asie) qui portent donc un risque de change important. En ajoutant à cela les sommes détenus par les fonds souverains, on comprend que les gouvernements de par le monde aient toujours intérêt à soutenir le dollar.

La place dominante du dollar dans le système monétaire actuel fait penser à l'ancien système de Bretton Woods. Cette idée est renforcée par le fait que la plupart des pays émergents tentent encore de stabiliser leur monnaie par rapport au dollar. Dans ce contexte, les maux du

système précédent sont toujours à l'œuvre. Le financement facile du déficit américain avait conduit à une montée de la dette extérieure américaine, une surévaluation du dollar, et finalement provoqué l'effondrement du système dans une crise majeure. Tous ces éléments ne sont pas sans rappeler la situation actuelle.

Certes, le système monétaire actuel a l'avantage d'être beaucoup plus souple que le précédent. Aucune règle n'étant édictée au niveau mondial, chaque pays est libre de choisir son régime de change et d'en changer à tout moment. En conséquence, les stratégies de change des pays émergents, même si elles reviennent souvent à stabiliser les parités contre dollar, sont régulièrement adaptées au gré de la conjoncture, des fluctuations du billet vert ou de la pression des marchés. Les flottements des monnaies, qui suivent les crises, sont généralement temporaires, permettant aux pays de reconstituer leurs réserves pour revenir ensuite à la stabilité du change.

En contrepartie, le manque de régulation globale est patent et constitue un handicap. Le FMI, qui jouait ce rôle dans la période de Bretton Woods, n'a plus ni le pouvoir, ni la volonté de contraindre les gouvernements à suivre ses recommandations. Il est sollicité au moment des crises pour les fonds qu'il fournit, mais peu écouté dans les phases antérieures. Pourtant, la présence d'un régulateur dans le système monétaire international est nécessaire, au moins pour gérer les crises globales, à défaut de pouvoir les prévenir.

NOTES

1. La zone euro est traitée ici comme un seul pays à changes flottants ; dans d'autres études, chaque pays de la zone euro est considéré comme ayant un change fixe.
2. Si la zone euro est comptée ici comme un seul pays.
3. De janvier 2002 à janvier 2006, source : FMI, International Financial Statistics (IFS).

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (1986), *La fin des devises clés*, La Découverte.
- AGLIETTA M. et DEUSY-FOURNIER P. (1995), « Internationalisation des monnaies et organisation des systèmes monétaires », in Aglietta M., *Cinquante ans après Bretton Woods*, Economica.
- ARTUS P. (2008), « Les limites du Bretton Woods inversé », Natixis, *Flash économie*, n° 490, 30 octobre.
- BLANCHARD O., GIAVAZZI F. et SA F. (2005), « The US Current Account and the Dollar », MIT, *Working Paper*, n° 05/02.
- BRI (2007), « Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange and Derivatives Market Activity », décembre.
- CASHIN P., CESPEDES L. et SAHAY R. (2004), « Commodity Currencies and the Real Exchange Rate », *Journal of Development Economics*, vol. 75, pp. 239-268.
- COUDERT V. (2004), « Régimes de change et crises financières : les régimes de change fixe sont-ils injustement soupçonnés ? », in Boyer R., Dehove M. et Plihon D., *Les crises financières, analyses et propositions*, rapport du Conseil d'analyse économique, juillet.
- COUDERT V. et COUHARDE C. (2009), « Currency Misalignments and Exchange Rate Regimes in Emerging and Developing Countries », *Review of International Economics*.
- COUDERT V. et DUBERT M. (2005), « Does Exchange Rate Regime Explain Differences in Economic Results for Asian Countries ? », *Journal of Asian Economics*, vol. 16, n° 5, octobre.
- COUDERT V., COUHARDE C. et MIGNON V. (2008), « Do Terms of Trade Drive Real Exchange Rates ? Comparing Oil and Commodity Currencies », CEPII, *Working Paper*, n° 32.
- DOOLEY M., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. (2003), « An Essay on the Revived Bretton Woods System », *NBER Working Paper*, n° 9971, septembre.
- EICHENGREEN B. (2004), « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », *NBER Working Paper*, n° 10497, mai.
- EICHENGREEN B. et FLANDREAU M. (2008), « The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency ? », *NBER Working Paper*, n° 14154.
- FELDSTEIN M. (2008), « Resolving the Global Imbalance : the Dollar and the US Saving Rate », *Working Paper*, n° 13952.
- FMI (2007), *World Economic Outlook*, Washington DC, avril.
- FORBES K. (2008), « Why Do Foreigners Invest in the United States ? », *NBER Working Paper*, n° 13908-5.
- GOLDBERG L. et TILLE C. (2008), « Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar », *NBER Working Paper*, n° 13820.
- GOURINCHAS P.-O. et REY H. (2007), « From World Banker to World Venture Capitalist : US External Adjustment : the Exorbitant Privilege », in Clarida R. (éd.), *G7 Current Account Imbalances : Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press.
- HARTMANN P. (1998), « The Currency Denomination of World Trade after European Monetary Union *Journal of the Japanese and International Economies* », vol. 12.
- ILZETZKI E., REINHART C. et ROGOFF K. (2008), « The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements in the 21st Century : Which Anchor Will Hold ? », mimeo, disponible sur le site : [www.terpconnect.umd.edu/~creinhar/Papers/ERA-Country % 20chronologies. pdf](http://www.terpconnect.umd.edu/~creinhar/Papers/ERA-Country%20chronologies.pdf).
- JEANNE O. (2007), « International Reserves in Emerging Market Countries : Too Much of a Good Thing ? », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, n° 1.
- KRUGMAN P. (2007), « Will There Be a Dollar Crisis ? », *Economic Policy*, n° 51, pp. 435-467.
- LIM E.-G. (2006), « The Euro's Challenge to the Dollar : Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and other Data ? », FMI, *Working Paper*, n° 06/153.
- McKINNON R. (1998), « The Euro Threat Is Exaggerated », *The International Economy*, vol. 12.

- OBSTFELD M. et ROGOFF K. (2005), « Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1.
- OBSTFELD M., SHAMBAUGH J. et TAYLOR A. (2008), « Financial Stability, the Trilemma and International Reserves », *NBER Working Paper*, n° 14217, août.
- REINHART C. (2000), « The Mirage of Floating Exchange Rates », *American Economic Review*, vol. 90, n° 2, mai.
- REINHART C. et ROGOFF K. (2004), « The Modern History of Exchange Rate Arrangements : a Reinterpretation », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, n° 1, février, pp. 1-48.
- ROUBINI N. et SETZER B. (2004), « The US as a Net Debtor : the Sustainability of the US External Imbalances », New York University, disponible sur le site : www.stern.nyu.edu/globalmacro/Roubini-Setzer-US-External-Imbalances.pdf.

